
Krisen på de europæiske statsgældsmarkeder

*Søren Lejsgaard Autrup, Jacob Wellendorph Ejning og Uffe Mikkelsen,
Kapitalmarkedsafdelingen*

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Finanskrisens efterregning har udløst en statsgældskrise i Europa. For første gang i euroens historie har et euroland været på randen af statsbankerot. Det har været nødvendigt med vidtgående og kontroversielle tiltag af hensyn til den finansielle stabilitet i euroområdet. Artiklen belyser, hvordan den omfattende krise på de europæiske statsgældsmarkeder kunne opstå.

Krisen har ramt de europæiske statsgældsmarkeder med forskellig styrke og af forskellige årsager. Nogle lande havde et tilsyneladende solidt finanspolitisk udgangspunkt, men nedgangen på ejendomsmarkedet trak deres banksystem og realøkonomi med ned. Andre lande havde ikke udnyttet opsvinget forud for finanskrisen til at nedbringe gælden. De var derfor særligt sårbare over for stød til de offentlige finanser.

Den finansielle krise skabte indledningsvis uro på statsgældsmarkederne. Efter en mere stabil periode i 2009 eskalerede uroen i 2010. Forværrede vækstudsigter og stigende renteudgifter førte til en markant revurdering af den finanspolitiske holdbarhed. Der opstod en negativ spiral, hvor fald i staternes og bankernes kreditværdighed forstærkede hinanden.

Etableringen af European Financial Stability Facility, EFSF, og Den Europæiske Centralbanks, ECB's, opkøb af statsobligationer har købt tid, men situationen er fortsat skrøbelig. En langsigtet stabilisering af de europæiske statsgældsmarkeder kræver ambitiøse og vækstfremmende strukturelle reformer i de enkelte lande.

Allerede inden statsgældskrisen stod de europæiske lande over for årtier med stigende udgifter og faldende indtægter som følge af befolkningens aldring. Krisen har fremrykket disse udfordringer.

MØNTUNION OG KONVERGENS I STATSPAPIRRENTER

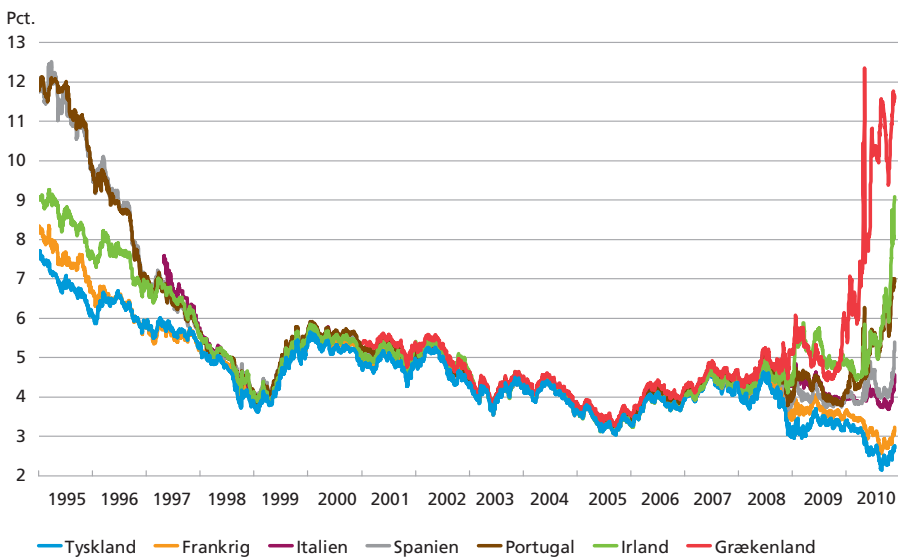
I årene op til og efter, at euroen blev indført, var der en betydelig konvergens i renterne på eurolandenes statspapirer, jf. figur 1. Som det var tilfældet for mange andre finansielle aktiver, medførte lave renter og reduceret makroøkonomisk og finansiell usikkerhed, at risikopræmierne på statspapirer blev markant indsnævret. De enkelte eurolandes statspapirmarkeder var dog efter euroens indførelse fortsat forskellige med hensyn til størrelse, likviditet, udsteders kreditværdighed mv.

Mange lande benyttede ikke det økonomiske opsving inden den finansielle krise til at konsolidere de offentlige finanser. Efter flere års højkonjunktur var det gennemsnitlige gældsniveau i euroområdet 68 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, i 2006 – uændret fra 2002. Investorerne fokuserede på, at møntunionen medførte, at valutakursrisici mellem eurolandene blev elimineret, og at den skabte en forventning om lav og stabil inflation fremover. Med lave renter og et positivt syn på den fremtidige økonomiske vækst var der ikke udbredt bekymring om statsgælden.

At landene ikke via højere statsrenter blev påtvunget at konsolidere betød, at euroområdet var meget sårbart over for et eventuelt stød til landenes offentlige finanser. Det stød kom efter krakket i Lehman Brothers i september 2008.

RENTENIVEAUER FOR UDVALGTE EUROLANDES 10-ÅRIGE STATSPAPIRER

Figur 1



Anm.: 10-årige parrenter. Data for Italien og Grækenland er ikke tilgængelige for hele perioden.
Kilde: Bloomberg.

FINANSIEL KRISE OG STIGENDE PRES PÅ STATSPAPIRMARKEDERNE

Nedgangen på det amerikanske boligmarked førte i løbet af sommeren 2007 til stigende usikkerhed på de finansielle markeder. Usikkerheden udløste indledningsvis en flugt mod sikre aktiver, hvilket i en periode begunstigede statspapirmarkedene. Den reducerede risikoappetit betød imidlertid også, at rentespændene over for Tyskland for nogle lande blev udvidet.

Overførsel af risiko fra privat sektor til offentlig sektor

Vedtagelsen af vidtgående redningspakker for de nationale banksystemer førte i efteråret 2008 til, at der blev overført en betydelig risiko fra den private til den offentlige sektor. De eksplicite og implicite garantier af store dele af det finansielle system havde to effekter på landenes kreditrisikopræmier. For det første førte de til et niveauskifte i den præmie, investorerne måtte betale for at forsikre sig mod staters bankerot. For det andet øgede garantierne staternes følsomhed over for potentielle fremtidige forværringer af krisen, jf. Ejning og Lemke (2011).

Den økonomiske krise havde på dette tidspunkt primært ramt nord- og østeuropæiske lande. Fælles for mange af dem var, at ejendomspriserne var steget kraftigt inden krisen, og at væksten i kreditgivning havde været høj. Disse lande blev derfor en overgang betragtet som særligt risikable.

Øget fokus på underskud og gæld

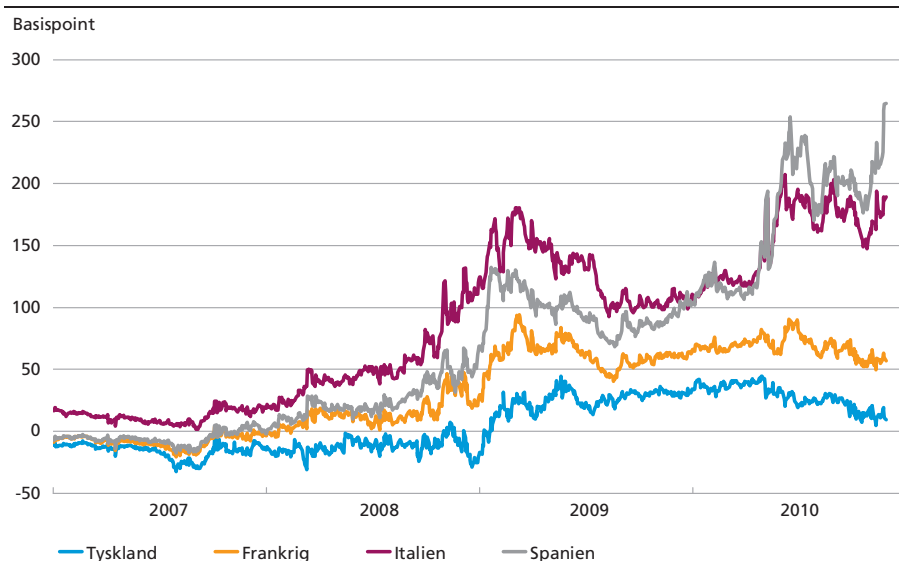
Efter september 2008 rettede fokus sig mod den underliggende holdbarhed af landenes statsfinanser. Schuknecht mfl. (2010) viser, at rentespændene mellem EU-landenes statspapirer inden krisen primært blev drevet af en fælles faktor, der fortolkes som global risikoaversion. Markedet revurderede risikoen på statspapirer, og forskelle i gæld og underskud begyndte at have en betydeligt større effekt på statsrenterne.

Statspapirer ikke længere risikofrie

Centralbankernes aggressive rentenedsættelser udløste i de sidste måneder af 2008 et markant fald i det generelle renteniveau. Investorerne har imidlertid siden begyndelsen af 2009 krævet risikopræmier for at holde selv statspapirer med høj kreditvurdering. Således oplevede også Tyskland – hvis statspapirer hidtil havde været betragtet som risikofrie – i denne periode stigende statsrenter i forhold til swaprenter, jf. figur 2.

10-ÅRIGE SWAPSPÆND FOR UDVALGTE EUROLANDES STATSPAPIRER

Figur 2



Anm.: Spændene er beregnet som forskellen mellem landenes 10-årige nul kuponrenter og den faste rente på Eonia-swaps med samme løbetid.

Kilde: Bloomberg, Nordea Analytics og egne beregninger.

Stigende omfang af udstedelser i et stresset statspapirmarked

Lavere skatteindtægter som følge af recessionen samt højere udgifter til finansielle redningspakker og finanspolitiske stimuli medførte, at landenes finansieringsbehov steg akut fra efteråret 2008. Derudover blev der givet statsgaranti til udstedelser fra mange kommercielle banker. Det gav de statslige udstedelser stigende konkurrence fra ikke-statslige udstedelser med høj kreditvurdering.

På trods af en flugt mod sikre og likvide aktiver var statspapirmarkedene stressede. Spænd mellem bud- og udbudspriser i de sekundære markeder var høje i perioden med stor uro. Det betød, at handlen med statspapirer faldt betydeligt. Det blev sværere for stater at udstede.

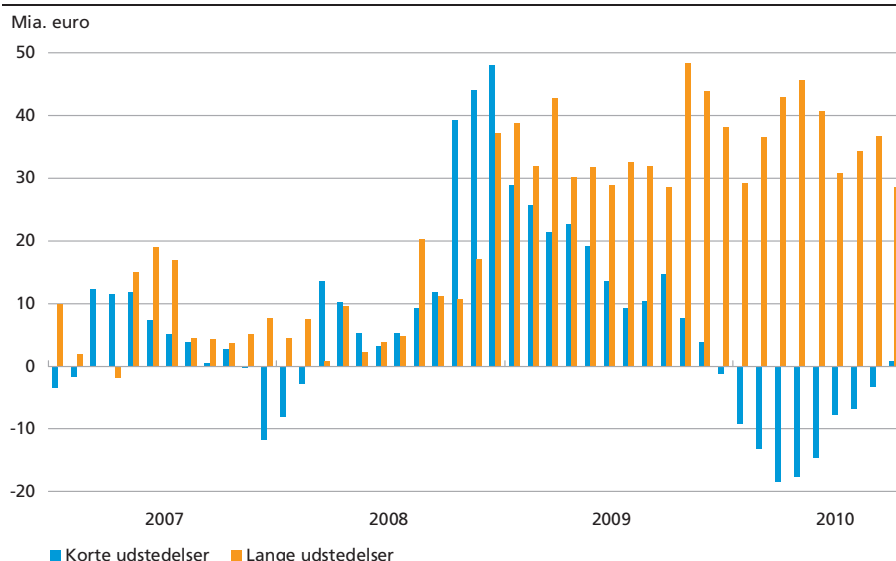
Konsekvensen var, at stater udstedte massivt i korte løbetider fra oktober 2008, jf. figur 3. Det fortsatte året ud og i 2009. Staternes afhængighed af adgang til markedet blev forøget, da refinansieringsbyrden blev større.

Stigende usikkerhed og risiko for kreditrationering

Store udsving i efterspørgslen efter statsobligationer gjorde, at det i begyndelsen af 2009 var vanskeligt at planlægge udstedelser. Investorerne begyndte at fokusere på, om staterne kunne finansiere de større udstedelsesbehov på kort og mellemlangt sigt. Det var ikke længere kun

NETTOUDSTEDELSER AF STATSPAPIRER I EUROOMRÅDET

Figur 3



Anm.: 3 måneders glidende gennemsnit af sæsonkorrigerede nettoudstedelser fra EU16-landene. Korte udstedelser har løbetid til og med et år.

Kilde: ECB.

landenes fundamentale gældsforhold, men også deres refinansieringsrisici, der vakte bekymring blandt investorerne.

EKSPANSIV PENGEPOLITIK OG LAVE STATSPAPIRRENTER

I foråret 2009 indførte verdens centralbanker vidtgående og ekstraordinære pengepolitiske tiltag. Det afspejlede, at mulighederne for at nedsætte de pengepolitiske renter yderligere reelt var udtømte.

Bank of England købte i 2009 næsten hele årets nettoudstedelser af statsobligationer, mens den amerikanske centralbank, Federal Reserve, hovedsageligt købte realkreditobligationer, men også statsobligationer. I modsætning hertil reagerede ECB primært med at øge omfang og løbetid af de pengepolitiske udlån.¹

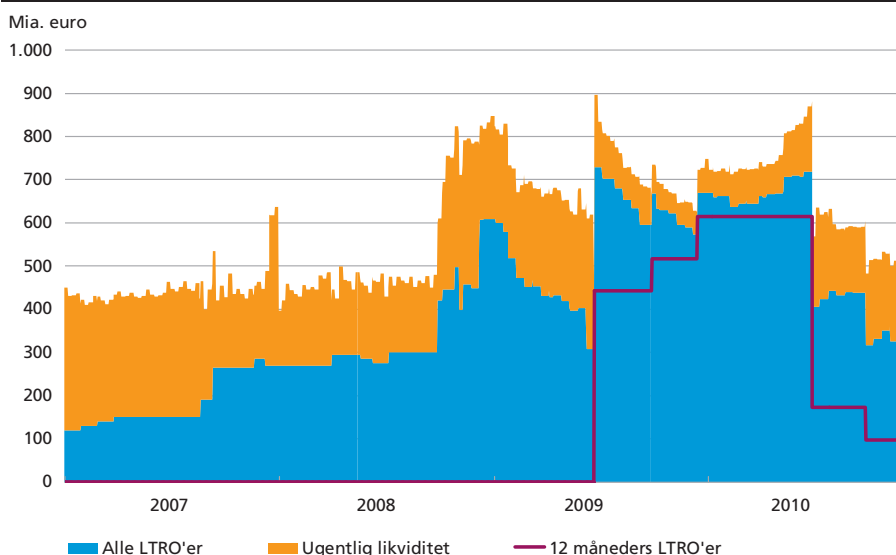
ECB udvider sine likviditetsfaciliteter

Med virkning fra juni 2009 udvidede ECB sine likviditetsfaciliteter ved at give bankerne mulighed for at låne ubegrænset i op til 12 måneder til 1 pct. i fast rente. Der var særdeles stor efterspørgsel efter disse lån,

¹ ECB købte desuden covered bonds for 60 mia. euro begyndende i juli 2009.

ECB'S LIKVIDITETSTILDELINGER, 2007-10

Figur 4



Anm.: Longer-term refinancing operation, LTRO, er Eurosystemets udlån med løbetid over en uge.
Kilde: ECB.

og det medførte, at hovedparten af ECB's likviditetstildeling i 2. halvår 2009 og 1. halvår 2010 bestod af lån med forholdsvis lang løbetid, jf. figur 4.

Langfristet likviditet og lavere korte statspapirrenter

Efter at ECB's lånefaciliteter var blevet udvidet, blev de europæiske statspapirmarkeder betydeligt stabiliseret. Risikoappetitten vendte tilbage på de finansielle markeder, og de korte rentespænd på statspapirer faldt kraftigt i foråret 2009, jf. figur 5.

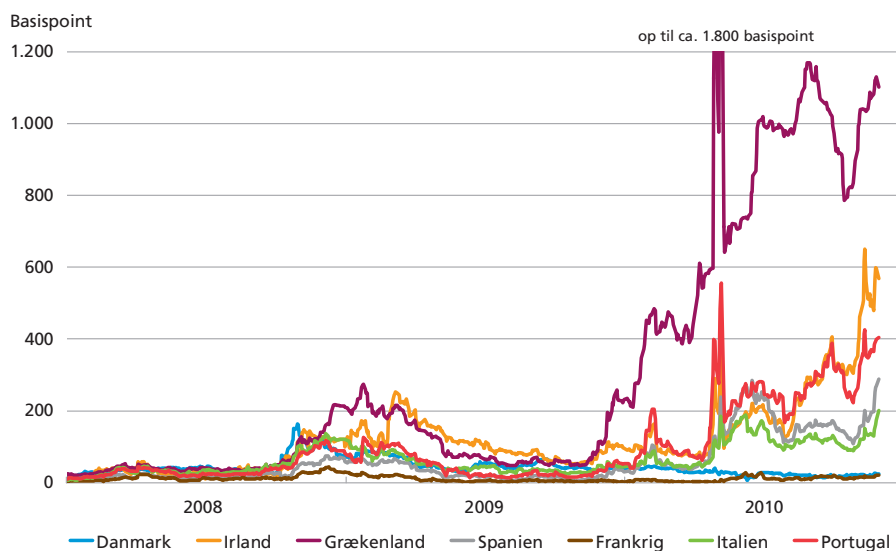
ECB's nye lånefaciliteter gav bankerne mulighed for ubegrænsede lånefinansierede køb af fx statspapirer. Den faste rente på lånene eliminerede finansieringsrisikoen ved at investere i korte statspapirer, og operationerne med 12 måneders løbetid muliggjorde en betydeligt længere investeringshorisont. ECB (2009) viser, at bankerne i euroområdet øgede deres beholdninger af statsobligationer væsentligt i denne periode.

Det græske 2-årige rentespænd til Tyskland var i sommeren 2009 indsnævret til 50 basispoint, og det spanske var under 10 basispoint.

Med ECB's udvidede lånefaciliteter blev staternes refinansieringsrisici reduceret. At staternes rentespænd blev indsnævret i den efterfølgende periode, var primært en konsekvens af adgangen til ubegrænset likviditet og fornyet risikoappetit på de finansielle markeder.

2-ÅRIGE STATSRENTESPÆND TIL TYSKLAND

Figur 5



Anm.: 2-årige parrenter.

Kilde: Bloomberg.

STATSGÆLD SKRISEN

Efter længere tids bedring opstod der i efteråret 2009 ny uro på de europæiske statspapirmarkeder. En udløsende faktor var, at den nytiltrådte græske regering i oktober 2009 måtte foretage en kraftig oprevidering af det græske budgetunderskud. Det førte i de følgende måneder til en gradvis udvidelse af det græske rentespænd og en række nedgraderinger af landets kreditværdighed, jf. boks 1.

Frygt for græsk statsbankerot

Vurderingen af den finanspolitiske holdbarhed i Grækenland og en række andre lande skiftede hurtigt på grund af kombinationen af hastigt voksende underskud og nedreviderede forventninger til væksten. Den resulterende stigning i de forventede fremtidige gældskvoter førte til stigende statsrenter. Via en selvforstærkende effekt på underskuddene blev risikoen for en ukontrollabel gældsdynamik øget, og investorerne begyndte at anse en græsk statsbankerot for en reel risiko.

End ikke ECB's udvidede likviditetstiltag og den fortsatte mulighed for at stille græske statsobligationer som sikkerhed i ECB kunne længere forhindre, at de græske renter steg. I takt med at udvidelsen af det græske rentespænd accelererede i begyndelsen af 2010, var der stadig tegn på afsmittende effekter i andre eurolande. Da Grækenlands

KREDITVURDERING AF STATER GENNEM KRISEN

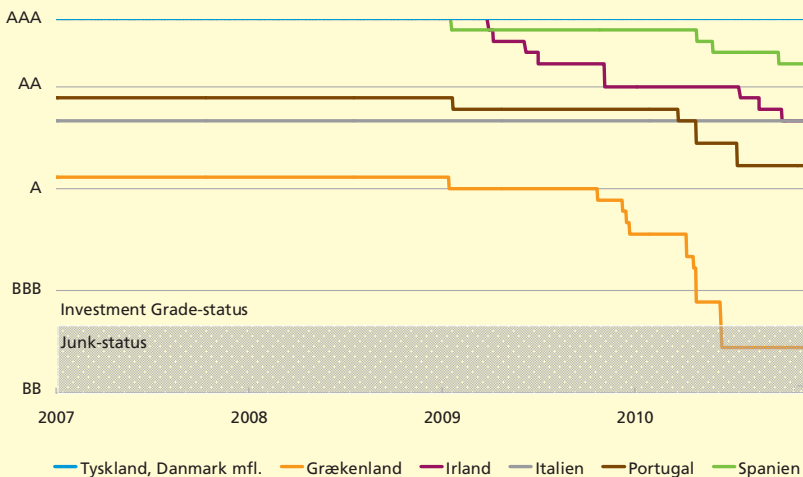
Boks 1

Gennem krisen har kreditvurderingsbureauerne adskillige gange nedjusteret deres vurderinger af GIISP-landene (Grækenland, Irland, Italien, Spanien og Portugal), jf. figur 6. Den første runde kom i begyndelsen af 2009. Kun Grækenland har mistet "Investment Grade"-status. Da det skete i 1. halvår 2010, steg renten betydeligt. Af alle eurolande, der er blevet nedjusteret, var det kun Irland og Spanien, der havde den højest opnåelige kreditvurdering, før krisen begyndte. Det viser, at markedet havde information om, at kreditværdigheden for lande som Portugal og Grækenland var lavere allerede før krisen.

UDVIKLING I STATERS KREDITVURDERINGER GENNEM KRISEN

Figur 6

Gennemsnit af tre kreditvurderinger



Anm.: Gennemsnit af Moody's, Fitch og Standard & Poor's. Standard & Poor's skala er anvendt.

Kilde: Moody's, Fitch og Standard & Poor's.

IMF (2010b) fokuserer på kreditvurderingsbureauernes rolle gennem statsgældskrisen. IMF finder, at kreditvurderinger spiller en vigtig rolle ved at udbrede information om udstedere og derigennem give udstedere adgang til kreditmarkederne. Kreditvurderinger af stater har forudsigelseskraft med hensyn til at rangordne kreditrisiko på stater, men kan ikke tolkes som et kvantitativt estimat af fx sandsynlighed for statsbankerot.

Kreditvurderinger ligger bl.a. til grund for krav til sikkerhedsstillelse og indgår i mange investorers investeringsmandat. Det betyder, at ændringer i kreditvurdering i sig selv kan have en kurspåvirkende effekt. I den forbindelse har kriserammede lande kritiseret kreditvurderingsbureauerne for at nedgradere lande, der oplever svære markedsvilkår.

økonomi udgør blot 2,6 pct. af euroområdet BNP, skyldtes afsmittningen ikke realøkonomiske mekanismer.

Den afspejlede i stedet primært usikkerhed om, hvordan EU ville håndtere en situation, hvor Grækenland ikke længere kunne udstede statspapirer. Hvis ikke EU kom Grækenland til undsætning, ville det mindske sandsynligheden for, at andre lande senere ville kunne få hjælp. Investo-

rernes skiftende opfattelser af sandsynligheden for en redning havde derfor afsmittende effekter på andre landes rentespænd.

Der var to hovedrisici ved en øjeblikkelig græsk statsbankerot. For det første var der udbredt frygt for, at en misligholdelse af Grækenlands forpligtelser øjeblikkeligt ville afskære en række andre eurolande fra de internationale kapitalmarkeder. Konsekvenserne heraf var uoverskuelige. For det andet var der risiko for, at nogle europæiske banker, hvis kapitalgrundlag i forvejen var svækket af finanskrisen, havde betydelige beholdninger af GIISP-landenes¹ statspapirer. Nye store tab blot halvanet år efter Lehman Brothers' kollaps frygtedes at kunne føre til, at det finansielle system på ny blev destabiliseret.

Redningspakker fra EU-landene og Den Internationale Valutafond, IMF

Forskellige syn på afvejningen mellem akutte risici og hensynet til møntunionens underliggende principper udløste i en længere periode modstridende meldinger fra eurolandenes regeringer. Der opstod i denne fase tvivl blandt markedsdeltagerne om sammenhængskraften i selve eurosamarbejdet, og det bidrog til, at rentespændene blev udvidet yderligere, og at euroen blev svækket betydeligt. Den eskalerende markedsuro førte i april 2010 til, at EU sammen med IMF enedes om en omfattende finansiell hjælpepakke for Grækenland.

Annoncering af hjælpepakken for Grækenland var dog ikke tilstrækkeligt til at dæmpe markedsuroen, og i begyndelsen af maj spredte den sig uden for Europa og bidrog bl.a. til betydelige globale aktiekursfald. I lyset heraf enedes repræsentanter for EU-landenes regeringer og IMF i weekenden 8.-9. maj om vidtgående finansielle garantier.²

Derudover tog ECB den 10. maj det kontroversielle skridt at intervenere med direkte opkøb af statspapirer fra lande med høje rentespænd. De ugentlige opkøb var betydelige i de første uger, jf. figur 7. Siden begyndelsen af juli er ECB's opkøb dog aftaget kraftigt.

Annonceringen af redningspakken for euroområdet og ECB's opkøb af statspapirer havde indledningsvis en markant dæmpende effekt på både de korte og de lange renter i de mest udsatte eurolande. Stresstesten af de europæiske banker i juli 2010 havde også en vis beroligende effekt på markederne.

Irland blev næste land, der måtte have hjælp

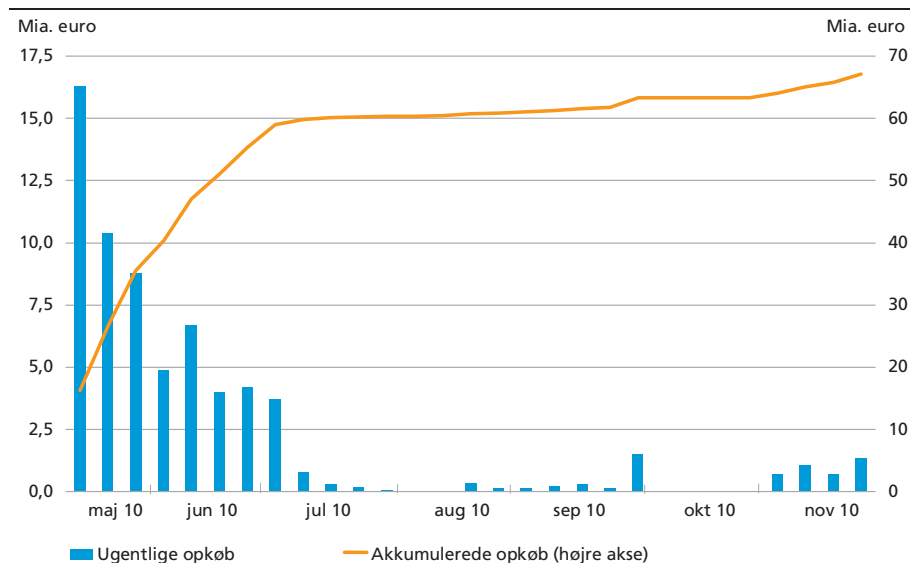
Siden august 2010 har rentespændene for bl.a. GIISP-landene udvidet sig igen. Uroen på det irske statsgældsmarked eskalerede, da det irske fi-

¹ GIISP-landene er Grækenland, Irland, Italien, Spanien og Portugal.

² For en nærmere beskrivelse af tiltagene fra EU og IMF, se Danmarks Nationalbank (2010).

EUROSYSTEMETS OPKØB AF STATSOBLIGATIONER

Figur 7



Kilde: ECB.

nansministerium 30. september offentliggjorde, at budgetunderskuddet for 2010 ville blive omkring 32 pct. af BNP på grund af udgifter til kriseramte irske banker. Bankerne var afskåret fra at låne i markedet og var afhængige af likviditet fra ECB. Det stod klart, at Irland endnu engang havde behov for at indskyde kapital i den finansielle sektor.

Presset på Irland for at indlede forhandlinger med EU og IMF var stort på grund af afsmittende effekter på andre lande. I november blev Irland enig med EU og IMF om en lånepakke på 85 mia. euro, hvoraf den irske stat indskyder 17,5 mia. euro fra pensionsreserver og en opbygget kontantbeholdning. Det har dermed allerede vist sig nødvendigt at tage EFSF i brug. Eksistensen af faciliteten var således ikke i sig selv nok til at berolige investorerne.

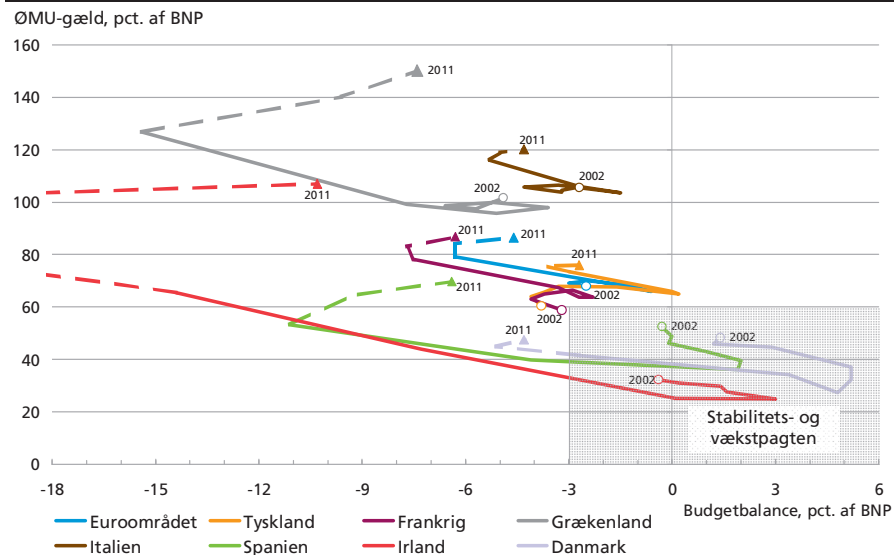
Redningen af Irland har ikke stabiliseret de europæiske statsgældsmarkeder væsentligt. Der er udbredt bekymring for, at Irland ikke bliver det sidste land i euroområdet, som må have hjælp udefra.

KRISENS ÅRSAGER OG MULIGE UDVEJE

Den finansielle krise og den efterfølgende recession har forværret mange europæiske landes statsfinanser markant, jf. figur 8. Landene er blevet ramt med forskellig styrke og af forskellige årsager, jf. boks 2. Nogle havde et tilsyneladende solidt finanspolitisk udgangspunkt, men især ejendomsmarkedernes kollaps trak bankerne og realøkonomien ned.

GÆLD OG UNDERSKUD FOR UDVALGTE LANDE, 2002-11

Figur 8



Anm.: Tal for 2010-11 er prognoser og er illustreret som den stiplede del af graferne. Prognosen for Irlands underskud for 2010 er 32 pct. af BNP.

Kilde: Europa-Kommissionens efterårsprognose, november 2010.

Andre lande havde ikke udnyttet højkonjunktoren inden den finansielle krise til at nedbringe gælden og var derfor særligt sårbare over for stød til deres offentlige finanser.

Stigende statsrenter har i nogle lande virket selvforstærkende via effekten på underskuddene. Desuden har fald i staters og bankers kreditværdighed forstærket hinanden. De eskalerende rentespænd i euroområdet i 2010 har understreget, hvor pludseligt disse mekanismer kan afskære et lands adgang til kapitalmarkederne.

Akutte problemer og store kortsigtede finansieringsbehov

De europæiske lande står over for fortsat høje underskud i årene fremover. Store forfald skal refinansieres, da staterne i højere grad end tidligere har brugt kort og mellemlang finansiering. Den fortsatte afhængighed af adgang til markedet er derfor en betydelig risikofaktor. Ydermere skal bankerne refinansiere store forfald i de kommende år, herunder statsgaranterede udstedelser. Hvis markedsforholdene forværres, kan det blive en udfordring for markedet at absorbere de stigende samlede udstedelser.

EU's finansielle stabiliseringspakker og ECB's opkøb af statspapirer har hidtil afværget landenes akutte refinansieringsproblemer. De kortsigtede redningstiltag har dog alene købt de kriseramte lande tid til at gennemføre finanspolitiske stramninger og strukturelle reformer.

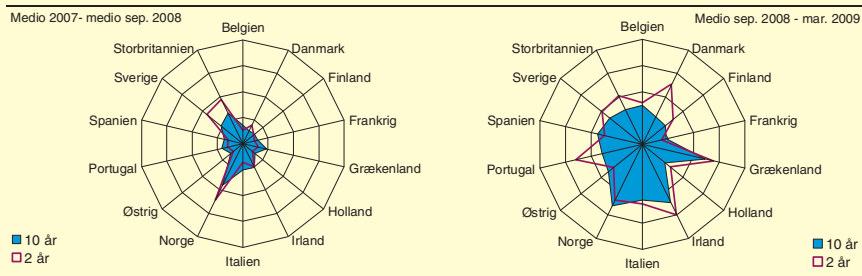
SAMVARIATION I DE EUROPÆISKE STATSPAPIRRENTER

Boks 2

Før Lehman Brothers' konkurs var der tæt samvariation i renterne på statsgældsmarkederne i euroområdet, jf. figur 9 (venstre).¹ I perioden efter øgedes afstandene, jf. figur 9 (højre). En gruppe eurolande, inkl. Frankrig, Holland, Østrig og Spanien, havde fortsat relativt lav afstand til Tyskland. Vurderingen af den systemiske risiko i den finansielle sektor fik afgørende betydning for udviklingen i statspapirmarkederne. Bl.a. Irland og nogle nordiske lande havde store banksektorer og vedtog tidligt omfattende statsgarantier. På den baggrund blev afstanden til Tyskland større – særligt for korte statsobligationer. Nødvendigheden af at forsvare den danske krone havde i denne periode også stor betydning for det danske statspapirmarked.

SAMVARIATION I EUROPÆISKE STATSOBLIGATIONSMARKEDER, 2007-09

Figur 9

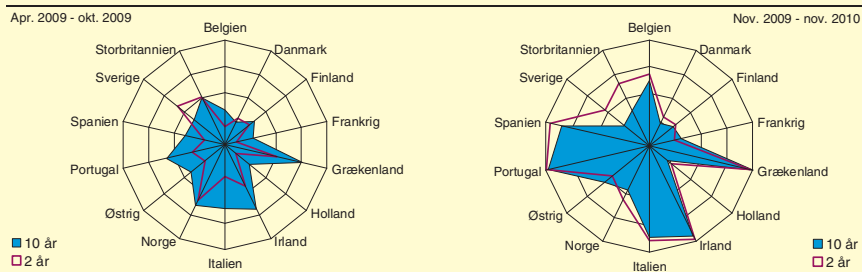


I perioden efter vendepunktet på de finansielle markeder omkring april 2009 var afstandene mellem europæiske statspapirmarkeder fortsat høje, jf. figur 10 (venstre). Afstanden til Tyskland for korte statsobligationer faldt dog betydeligt i forhold til perioden med akut finansiell uro. Investorernes bekymringer blev gradvist forskudt mod Sydeuropa, og Norden blev i stigende grad betragtet som sikker havn.

Fra slutningen af 2009 var statspapirmarkedet i euroområdet ikke længere homogent, jf. figur 10 (højre). Renterne i GIISP-landene og i Belgien udviklede sig ligefrem modsatrettet af de tyske renter. Norden blev generelt begunstiget af et udgangspunkt med lav gæld som følge af konsolideringer før krisen. Risikoopfattelsen af Norden var forbedret betydeligt, og området blev i lighed med Tyskland betragtet som sikkert. Danmark blev – trods egen valuta – det statspapirmarked, der samvarierede tættest med det tyske.

SAMVARIATION I EUROPÆISKE STATSOBLIGATIONSMARKEDER, 2009-10

Figur 10



¹ En lav afstand til centrum angiver en høj positiv korrelation mellem det pågældende lands og Tysklands renteændringer. Der er anvendt ugentlige renteændringer beregnet ud fra løbetidskorrigerede parrenter. Tyskland bruges som sammenligning, da tyske statspapirer normalt anses for at være de mest likvide og sikre i Europa.

Hvordan undgås nye statsgældskriser?

Stabilitets- og vækstpagten blev ikke overholdt i tiden op til krisen, hvor en række lande systematisk førte uansvarlig finanspolitik. For at tilskynde dem til at overholde pagtens bestemmelser i fremtiden er det nødvendigt at skærpe den med mere automatiserede og troværdige sanktionsmekanismer. Europa-Kommissionen fremlagde i oktober forslag til nye finanspolitiske spilleregler, jf. artiklen s. 61.

Foruden troværdige politiske sanktioner er det afgørende, at markedsdisciplinen over for lande, som fører uholdbar finanspolitik, skærpes. Forhøjede statsrenter vil øge presset for at konsolidere, inden gældsætningen kommer ud af kontrol. De lave rentespænd før krisen vidner om, at investorerne ikke anså en statsbankerot i et euroland for en reel risiko. Hvis markedsdisciplinen skal virke fremover, må denne opfattelse ændres.

De finansielle hjælpepakker har hidtil forhindret, at private investorer har måttet lide tab på eurolandes statsobligationer. Især Tyskland har imidlertid argumenteret for, at private investorer skal involveres ved eventuelle fremtidige omstruktureringer af eurolandes statsgæld.

I forbindelse med at hjælpepakken til Irland blev offentliggjort den 28. november, offentliggjorde eurolandenes økonomi- og finansministre forslag om, at alle udstedelser af statsobligationer i euroområdet fra juni 2013 skal indeholde såkaldte Collective Action Clauses. De skal sikre, at et kvalificeret flertal af kreditorerne kan forhandle en omstrukturering af gælden på vegne af alle kreditorer. Formålet er, at eventuelle fremtidige omstruktureringer kan foregå hurtigere og med større gennemslagskraft. Derved reduceres de systemiske risici, og inddragelsen af private investorer bliver et reelt alternativ til yderligere finansiel hjælp fra de øvrige medlemslande. Forslaget omfatter kun obligationer udstedt fra juni 2013. De høje rentespænd viser dog, at investorerne fortsat anser tab på eksisterende lån for sandsynlige.

Langsigtede udfordringer består – og er blevet fremrykket

Krisen har fremrykket udfordringen med at sikre den finanspolitiske holdbarhed på længere sigt. Allerede inden statsgældskrisen stod landene over for årtier med stigende udgifter og faldende indtægter som følge af den demografiske udvikling, jf. Danmarks Nationalbank (2010). De seneste års kraftige budgetforværringer har medført, at denne udfordring er blevet væsentligt større.

Eneste mulighed for langsigtet stabilisering af de europæiske statsgældsmarkeder synes derfor at være ambitiøse og vækstfremmende strukturelle reformer i de enkelte lande.

LITTERATUR

Attinasi, Maria-Grazia, Christina Checherita og Christiane Nickel (2009), What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?, *ECB Working Paper*, nr. 1131.

Cecchetti, Stephen G., M. S. Mohanty og Fabrizio Zampolli (2010), The future of public debt: prospects and implications, *BIS Working Paper*, nr. 300.

Christensen, Jakob Ekholdt og Rasmus Tommerup (2010), Finanspolitiske udfordringer i industrilandene, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Danmarks Nationalbank (2010), *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Ejsing, Jacob og Wolfgang Lemke (2011), The Janus-headed salvation: Sovereign and bank credit risk premia during 2008-09, *Economic Letters*, vol. 110, nr. 1.

ECB (2009), Månedsoversigt, september.

Gilmore, Claire G., Brian M. Lucey og Marian W. Boscia (2010), Co-movements in government bond markets: A minimum spanning tree analysis, *Physica A*, vol. 389, nr. 21.

IMF (2010a), *Global Financial Stability Report*, april.

IMF (2010b), *Global Financial Stability Report*, oktober.

Schuknecht, Ludger, Jürgen von Hagen og Guido Wolswijk (2010), Government bond risk premiums in the EU revisited: the impact of the financial crisis, *ECB Working Paper*, nr. 1152.

Sgherri, Silvia og Edda Zoli (2009), Euro area sovereign risk during the crisis, *IMF Working Paper*, nr. 222.