

Europa vid ett vägskäl

Morten Springborg

Temaspecialist, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Viktiga lärdomar

- Angela Merkel och Tyskland har insett att obalansen mellan norra och södra Europa hotar eurons existens. Nu har de tvärvänt och samtycker till de franska förslagen och emittering av europeiska obligationer.
- Detta kan bli början på en politisk och ekonomiska union som vi fick in bakvägen när större delen av Europa var upptaget med covid-19.
- På kort sikt är det här goda nyheter för stabiliteten på de europeiska finansmarknaderna, men på längre sikt är frågan om inte gemensamma obligationer kan bli en ny plattform för populistiska partier i norr.

Covid-19 hotar att splittra den monetära unionen. Med kirurgisk precision har pandemin satt fingret på euroområdets största problem: obalansen mellan norra och södra Europa och bristen på en finanspolitisk övergripande struktur för den monetära unionen, vilket har varit hela EU-samarbetets akilleshäla sedan euron infördes för 20 år sedan. Italien befinner sig mitt i en ekonomisk depression till följd av en tidigare aldrig skådad kollaps av näringslivet och den demografiska situationen. Italien är det land som har drabbats näst värst av covid-19 i Europa, men istället för europeisk solidaritet har pandemin bekräftat italienarnas uppfattning om att landet är bortglömt av Europa. Situationen är inte mycket bättre i Spanien där människor i samhällets nedre skikt, som tidigare kunde försörja sig genom att arbeta inom servicenäringen, nu lever i stor fattigdom och hunger som bara den katolska kyrkan tycks klara att dämpa. Covid-19-krisen drabbar södra Europa hårt efter en mer än tio år lång ekonomisk nedgång efter finanskrisen. Risken är att den ger bränsle åt mer populistiska strömningar i de båda länderna.

Det är spännande tider för Europa. De närmaste sex månaderna blir avgörande för om covid-19 kommer att påskynda fragmenteringen av EU eller om viruset kommer att förverkliga federalisternas dröm om en gemensam finanspolitisk union.

Merkels tvärvändning

Angela Merkel har visat prov på starkt ledarskap under hela krisen och gjort en otrolig comeback. Hon har inte förlorat någon tid. Tillsammans med Frankrikes president Macron har hon utnyttjat sin starka position till att avisera

en europeisk återhämtningsfond kopplad till EU:s budget för att stötta de bolag, branscher och länder som drabbats hårdast av viruset. Dessa medel kommer delvis att ges utan återbetalningskrav, men det som verkligen är revolutionerande är att fonden stöds med hjälp av beskattningsbefogenheter som EU får som institution. Tanken är att beskattning av koldioxid, finansiella transaktioner och (amerikanska) Internetbolag ska fungera som säkerhet vid emission av obligationer för att finansiera fonden.

Idén är bra på många sätt och den har jämförts med starten på det federala systemet i USA 1790. Med sitt höga kreditbetyg kan EU emittera stora mängder långa obligationer till räntor nära noll, vilket möjliggör en nästan "kostnadsfri" lånefinansierad utgiftspolitik. Tidigare i år bröt förhandlingarna om EU:s budget samman. Det skulle dock vara mycket lättare att nå en överenskommelse om budgeten om varje land inte behövde bidra ännu mer till budgeten. Som en reaktion på detta kommer frågor om vad EU borde göra för medlemsstaterna, exempelvis hjälpa de sydeuropeiska länderna på fötter igen efter nedstängningen av deras redan svaga ekonomier. EU-obligationer kan göra just detta.



Covid-19-krisen drabbar södra Europa hårt efter en mer än tio år lång ekonomisk nedgång efter finanskrisen. Risken är att den ger bränsle åt mer populistiska strömningar i de båda länderna.

Det sägs att det ska vara en tillfällig åtgärd, men tillfälliga åtgärder har en tendens att bli permanenta när makten överläts till politiker och byråkrater. Detta kan mycket väl bli början på en politisk och ekonomisk unionen som vi de facto fick bakvägen när större delen av Europa var upptaget med covid-19. Dagens utmaning är de ekonomiska konsekvenserna av covid-19. När krisen väl ligger bakom oss kommer det att finnas andra viktiga områden att investera i, exempelvis digitalisering och övergången till en grön ekonomi, som kan motivera gemensamma lånefinansierade europeiska investeringar.

Historiskt sett har Tyskland motsatt sig solidariskt ansvar för skulder. Landets hållning har dessutom alltid varit att lån ska betalas tillbaka. Så varför denna tvärvändning? Anledningen är att det ligger i Tysklands eget intresse att euron inte kollapsar. Merkel kände förmodligen att risken var för stor. Coronaviruset har lyft fram de strukturella problemen i södra Europa och behovet av ekonomisk solidaritet, eftersom länderna själva inte kan ta sig ur sin skuldfälla. 10–20 år av trångsynt ekonomiskt dikterande från EU har främjat nationella och populistiska ledare som använder kampen mot Bryssel som politisk hävstång.



Till skillnad från andra delar av aktiemarknaden har europeiska bankaktier fortsatt att falla. Läget är särskilt allvarligt i södra Europa, där spanska och italienska banker sett börskurserna tappa 40–70 procent i år.

Euron slår ekonomisk suveränitet

En allvarligare situation på kort sikt har dock varit utvecklingen på kapitalmarknaderna. Till skillnad från andra delar av aktiemarknaden har europeiska bankaktier fortsatt att falla. Läget är särskilt allvarligt i södra Europa, där spanska och italienska banker sett börskurserna tappa 40–70 procent i år. Banker handlas generellt sett på mycket lägre nivåer idag än under den värsta tiden under finanskrisen för 11–12 år sedan. Det beror på att många europeiska banker – särskilt i söder – kommer att drabbas av stora förluster på lån till alla de små och medelstora bolag som nu går i konkurs. Aktuella marknadsvärderingar speglar det faktum att bankerna kommer att behöva nytt kapital men inte kan ta in det och därmed kommer att förstatligas. Men det verkliga hotet är inte som vid tidigare bankkriser, till exempel i Sverige 1992, då en stark stat kunde ta över bankerna, ta förlusterna och gå vidare. Ekonomierna i södra Europa kan inte hantera förlusterna och på grund av nya regler efter finanskrisen finns det idag krav på skuldnedskrivning vid stora insättningar och utländskt kapital i bankerna. Det innebär att kapital kommer att föras norrut och medföra en verklig risk för kapitalflykt och därmed ett behov av kapitalkontroll inom euroområdet.

det, vilket kommer att innebära slutet för euron. Merkel har gjort en helomvändning eftersom det är viktigare att skydda euron än att förlora ekonomisk suveränitet.

För de sparsamma fyra länderna, "the frugal four", Sverige, Nederländerna, Österrike och Danmark, blir kostnaderna för Brexit nu uppenbara. Dessa länder har kämpat med små EU-budgetar och mot djupare ekonomisk integration. De har nu förlorat en viktig allierad, Storbritannien, i kampen mot federalisterna, men med Tyskland som redan har valt sida är motståndet förmodligen mer symboliskt än verkligt. Euron har kunnat överleva under högkonjunktur men inom kort behöver den en finanspolitisk övergripande struktur för att överleva under kris, och små aktörer inom EU kommer inte att tillåtas ifrågasätta något. De kommer att få betalt genom löfte om att stödpaketet ges en grön och digital profil och får se detta som en seger. Detta förändrar emellertid inte det faktum att de underliggande strukturella problemen finns kvar, det vill säga att länderna i södra Europa inte är konkurrenskraftiga. De borde inte ha fått vara del av euron utan en föregripande strukturanpassning av sina ekonomier.

För danskar och svenskar är frågan särskilt svår eftersom vi står utanför euron samtidigt som vi kommer att förväntas delta i den federalisering av EU som sker till följd av de strukturella problem som införandet av euron har skapat.

Frågan om huruvida den här utvecklingen är bra eller dålig handlar inte bara om du bor i norra eller södra Europa. Om

euron bröt samman till följd av ett ekonomiskt sammanbrott i exempelvis Italien skulle det omedelbart skapa en många gånger större kollaps än den senaste finanskrisen för mer än tio år sedan och drabba norra Europa lika hårt som södra. Man kan fråga sig om detta inte är att kasta bort ännu mer pengar? Kommer det att minska de strukturella skillnaderna mellan norra och södra Europa? Och vad är risken för att södra Europa inte kommer att genomföra nödvändiga strukturreformer samtidigt som populistiska strömningar växer i norr när människorna inte går med på att subventionera de södra länderna?

Konsekvenser för investeringar

De kortsiktiga investeringskonsekvenserna av att Europa går mot en finanspolitisk union är att de sydeuropeiska statsobligationsmarknaderna och bankerna kommer att stödjas av ett finansiellt skyddsnet. Fram tills nyligen verkade det som om bankerna skulle bli krisens stora förlorare. Dock verkar det som om europeiska banker kommer att klara sig bra på kort sikt och att euron kan komma att stärkas, eftersom EU visat ovanligt stark solidaritet.

På längre sikt är frågan om ökad upplåning och "räddning" av icke konkurrenskraftiga ekonomier bidrar till långsiktigt hållbar tillväxt i Europa, och om överföringar till södra Europa (den så kallade transferunionen) kommer att bli en ny plattform för populistiska partier i norr.

Denna publikation har upprättats av C WorldWide Asset Management Fondsmäglerselskab A/S Danmark Filial i Sverige (CWW AM SE). Denna publikation tillhandahålls endast i informationssyfte och utgör inte, och skall inte betraktas som, ett erbjudande, en uppmaning eller en inbjudan att delta i investeringsaktiviteter, ej heller som investeringsrådgivning eller som investeringsanalys. Publikationen har således inte framtagits i enlighet med lagkrav utformade för att främja oberoende investeringsanalys, och är inte föremål för något förbud att handla innan investeringsanalysens spridning. All information som är uttryckt är endast gällande från och med tidpunkten för offentliggörandet och kan komma att ändras. Publikationen har utarbetats från källor CWW AM SE anser vara pålitliga och alla rimliga försiktighetsåtgärder har vidtagits för att säkerställa att uppgifterna är korrekta och noggrant preciserade. Korrektheten och noggrannheten är emellertid inte garanterad och CWW AM SE tar inget ansvar för eventuella fel eller brister. Publikationen får inte reproduceras eller distribueras, helt eller delvis, utan skriftligt samtycke från CWW AM SE. Historisk avkastning är ingen tillförlitlig indikator för framtida avkastning. Fondandelar kan både öka och minska i värde, och kan påverkas av ändringar i valutakursen. Det finns inga garantier för att du får tillbaka hela det investerade kapitalet. För mer information, se respektive KIID och prospekt på cworldwide.com/se.

C WORLDWIDE ASSET MANAGEMENT FONDSMAEGLERSELSKAB A/S DANMARK FILIAL I SVERIGE

Box 7648 · Blasieholmsgatan 5 · SE-103 94 Stockholm · Tel +46 8 535 273 00 · Org.nr. 516405-7233 · cworldwide.com/se

Insikt Q3 2020