

Europa ved en korsvej

Af Morten Springborg

Temaspecialist, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Nøgleindsigter

- Angela Merkel og Tyskland har erkendt, at ubalancerne mellem Syd og Nord truer Euroens eksistens og har foretaget en kovending med accepten af franske ideer og fælles europæisk gældsudstedelse.
- Det er begyndelsen på den politiske og økonomiske union – bragt til os gennem bagdøren, mens det meste af Europa kun har haft øjne for COVID-19.
- På kort sigt er dette positivt for stabiliteten af de finansielle markeder i Europa, men på længere sigt må man spørge om ikke fælles gældsudstedelse bliver den nye platform for populistiske partier i Nord.

COVID-19 truer med at sprænge den monetære union i stumper. Pandemien har med kirurgisk præcision synliggjort euroområdet største problem, nemlig ubalancen mellem Nord og Syd og manglen af en finanspolitisk overbygning på den monetære union, der siden starten af Euroen for 20 år siden har været EU-samarbejdets akilleshæl. Italien er i en økonomisk depression, der er resultatet af et ukonkurrencedygtigt erhvervsliv og demografisk kollaps. Italien er landet i Europa, der er blevet hårdest ramt af COVID-19, men frem for at synliggøre europæisk solidaritet har pandemien bekræftet opfattelsen blandt italienerne om, at landet er blevet en glemt provins i Europa. Meget bedre står det ikke til i Spanien, hvor borgere på bunden af samfundet, som tidligere kunne understøtte sig selv ved arbejde i serviceindustrien, nu er havnet i ekstrem fattigdom og sult, som kun den katolske kirke synes at have ressourcer til at afbøde. COVID-19 krisen rammer Sydeuropa efter mere end 10 år på økonomisk smalkost ovenpå finanskrisen og risikerer at puste til rigtig populistiske tendenser i begge lande.

Det er interessante tider for Europa. Det næste halve år bliver skelsættende for om COVID-19 vil accelerere fragmenteringen af EU, eller om virussen får føderalisternes drøm og en fælles finanspolitisk union til at gå i opfyldelse.

Merkels kovending

Angela Merkel har udvist stærkt lederskab gennem krisen, og haft et bemærkelsesværdigt comeback, og hun har ikke spildt tiden, men anvendt sin nye styrkede position til sammen med Præsident Macron at annon-

cere skabelsen af en EU Recovery Fund, der skal knyttes til EU budgettet, til støtte for virksomheder, sektorer og lande hårdest ramt af virussen. Der er tale om midler, der delvist vil blive givet uden krav om tilbagebetaling, men det virkelig revolutionerende er, at fonden skal bakkes op med egentlig beskatningsbeføjelse til EU som institution. Tanken er, at beskatning af CO₂, finansielle transaktioner eller (amerikanske) internetvirksomheder skal være sikkerheden bag udstedelsen af obligationer til finansiering af fonden.

Tanken er på sin vis genial og er af mange blevet sidestillet med starten på det føderale system i USA 1790. EU kan med sin meget høje kreditrating udstede enorme mængder af obligationer med lang løbetid til renter tæt på 0% og dermed få mulighed for nærmest "gratis" gældsfinansieret udgiftspolitik. Forhandlingerne om EU-budgettet brød sammen tidligere på året, men det vil blive meget lettere at nå til en budgetenighed, hvis de enkelte lande ikke behøver at betale nævneværdigt mere ind til budgettet og samtidig vil kunne få opfyldt deres ønsker til, hvad EU skal gøre for dem. Herunder hjælpe Sydeuropa med at komme ovenpå, efter at deres allerede i udgangspunktet svage økonomier lukkede ned. Det vil EU-obligationer kunne gøre.



COVID-19 krisen rammer Sydeuropa efter mere end 10 år på økonomisk smalkost ovenpå finanskrisen, og risikerer at puste til rigtig populistiske tendenser.

Det siges, det er en midlertidig foranstaltning. Men midlertidige foranstaltninger har det med at blive permanente, når det involverer magtoverdragelse til politikere og bureaukrati. Det er begyndelsen på den politiske og økonomiske union – bragt til os gennem bagdøren, mens det meste af Europa kun har haft øjne for COVID-19. Dagens udfordring er de økonomiske konsekvenser af COVID-19, og når denne krise er lagt bag os, vil der være andre noble investeringsområder som digitalisering, omstillingen til en grøn økonomi mm. der kan retfærdiggøre gældsfinansierede fælles europæiske investeringer.

Tyskland har historisk været modstander af fælles hæftelse for gæld, og altid ment lån skulle tilbagebetales, så hvorfor denne kovending? Fordi det er i Tysklands egeninteresse, at Euroen ikke bryder sammen, og Merkel har vurderet, det har været tæt på. Coronavirussen har synliggjort strukturproblemerne i Sydeuropa og behovet for økonomisk solidaritet, da Sydeuropa ikke selv er i stand til at komme ud af deres gælds-fælde. 10-20 års økonomisk smalhals dikteret af EU fører til nationale og populistiske ledere, der ser kampen mod Bruxelles som deres politiske løftestang.



I modsætning til andre dele af aktiemarkedet er de europæiske bankaktier fortsat med at falde og specielt slemt står det til i Sydeuropa, hvor spanske og Italienske banker er faldet 40-70% i år.

Euroen trumfer økonomisk suverænitet

Men mere kritisk på kort sigt har været udviklingen på kapitalmarkederne. I modsætning til andre dele af aktiemarkedet er de europæiske bankaktier fortsat med at falde og specielt slemt står det til i Sydeuropa, hvor spanske og Italienske banker er faldet 40-70% i år. Generelt ligger bankerne meget lavere, end da det stod værst til under finanskrisen for 11-12 år siden. Det skyldes, at mange europæiske banker – specielt i Syd – vil få store tab på udlån til små og mellemstore virksomheder, der krakker i hobevis. Markedet indpriser, at bankerne vil have behov for ny kapital, men ikke vil have mulighed for at rejse det, og derfor bliver nationaliseret. Men hvad truer er ikke som tidligere bankkriser i f.eks. Sverige i 1992, hvor en stærk stat kunne overtage bankerne, tage tabene og komme videre. De sydlige økonomier er ikke i stand til at håndtere tabene. Og som følge af ny regulering efter finanskrisen har vi i dag "bail-in" krav til store indskud og fremmedkapital i bankene, der gør, at kapitalen vil flygte mod Nord, og derfor skabe en reel risiko for kapitalflugt og derfor behovet for kapitalkontrol indenfor eurozonen, hvilket vil være dødsstedet til Euroen. Merkel er vendt på en

tallerken, fordi forsvaret for Euroen er vigtigere end tysk tab af økonomisk suverænit.

For “the Frugal Four” – Sverige, Holland, Østrig og Danmark – bliver omkostningerne ved Brexit synliggjort nu. Landene, der har kæmpet for små EU-budgetter og imod dybere økonomisk integration, har mistet den væsentligste medspiller i kampen mod føderalisterne, Storbritannien, og nu da Tyskland har valgt side, bliver modstanden nok mere symbolsk end reel. Euroen har kunne overleve i opgangstider, men kræver en finanspolitisk overbygning meget hurtigt for at overleve i krisetid, og det får små spillere i EU ikke lov at stille spørgsmålstejn ved. Man vil blive betalt af med lovning om grøn og digital profil på hjælpepakken og vil kunne fejre dette som en sejr, men det ændrer ikke ved, at de underliggende strukturelle problemer består, nemlig at Sydeuropa er ukonkurrencedygtig og ikke burde have været en del af Euroen, uden en forudgående strukturtilpasning af deres økonomier.

For os danskere (og svenskere) er spørgsmålet særligt prækært, fordi vi er udenfor Euroen, men vil blive bedt om at deltage i en føderalisering af EU, som sker nu pga. af de strukturelle problemer, introduktionen af Euroen har skabt.

Spørgsmålet om denne udvikling er godt eller skidt kan ikke kun begrænses til, om man er borger i Nord- eller Sydeuropa. De afledte effekter af et sammenbrud

af Euroen forårsaget af økonomisk kollaps i f.eks. Italien ville øjeblikkeligt skabe et kollaps, der langt ville overgå den finansielle krise for mere end 10 år siden og ramme Nordeuropa lige så hårdt som Syd. Men man kan selvfølgelig stille spørgsmålet om dette endnu engang er at sende gode penge efter dårlige, vil det gøre den strukturelle forskel mellem Nord og Syd mindre, hvad er risikoen for at Sydeuropa fortsat ikke gennemfører nødvendige strukturreformer, og at populistiske tendenser vokser i Nord, fordi befolkningerne ikke vil acceptere at subsidiere Syd?

Investeringsmæssige implikationer

De kortsigtede investeringsmæssige implikationer af at Europa flytter sig tættere på en fiskal union er, at der lægges et sikkerhedsnet under de Sydeuropæiske statsobligationsmarkeder og banker, og da det indtil nyligt så ud til, at bankerne ville blive de store tabere i denne krise, er det sandsynligt, at bankerne på kort sigt vil gøre det godt, og Euroen vil kunne styrkes, fordi EU udviser en grad af sammenhold, som er usædvanligt.

På længere sigt må man stille spørgsmål ved om yderligere gældsættelse og “bail-out” af ukonkurrencedygtige økonomier er befordrende for langsigtet holdbar vækst i Europa, og om ikke overførsler til Syd (den såkaldte Transfer Union) bliver den nye platform for populistiske partier i Nord.

Denne artikel er markedsføringsmateriale udarbejdet af Investeringsforeningen C WorldWide. Artiklen er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, ligesom den ikke skal betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. Artiklen er således ikke udarbejdet i henhold til de retskrav, der er fastsat for at fremme investeringsanalysens uafhængighed, og artiklen er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse. Meninger og holdninger gengivet i artiklen er alene aktuelle pr. publikationsdatoen. Artiklen er udarbejdet på baggrund af kilder, som Investeringsforeningen C WorldWide anser for pålidelige, og Investeringsforeningen C WorldWide har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korekt som muligt. Investeringsforeningen C WorldWide kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig ikke noget ansvar for fejl eller udeladelser. Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden Investeringsforeningen C WorldWides forudgående skriftlige samtykke. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Prospekt og dokument med central investorinformation er tilgængelig på cww.dk.

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø · Tlf: 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 35 00 · CVR 14 21 13 49 · cww.dk

Indsigt Q2 2020