

NOTAT

30. januar 2017

EU BØR LEMPE FINANS- POLITIKKEN OG INVESTERE MERE

Kontakt:

Seniorrådgiver, Jan Høst Schmidt
+45 53 76 27 08
jhs@thinkeuropa.dk

Seniorrådgiver, Niels Pultz
+45 24 26 36 80
npu@thinkeuropa.dk

RESUME: Der er visse lyspunkter i europæisk økonomi, men Europa mangler stadig at vriste sig afgørende fri af den økonomiske krise. En moderat lempelse af finanspolitikken kan sparke mere gang i væksten. Der er råderum i en række EU-lande til at løsne tøjlerne ekstra. Indtil videre har bl.a. Tyskland modsat sig med støtte fra bl.a. Danmark, men der er risiko for, at lav økonomisk vækst og høj arbejdsløshed bider sig fast, med mindre det lykkes at øge væksten i EU. Både OECD og Kommissionen har anbefalet en mere ekspansiv finanspolitik i EU, og der er stærke argumenter for at tage dette skridt.

En lempelse i finanspolitikken skal øge de offentlige investeringer og støtten til offentlige-private partnerskaber, som kan føre til flere investeringer i energi, digitale løsninger, innovation og forskning. Der er et dokumenteret investeringsefterslæb i forhold til før krisen på knap 450 milliarder euro, og den hidtidige austeritetspolitik har ført til underinvesteringer i en årrække, der nu bør rettes op på. En finanspolitisk stimulus bør omfatte så mange lande som muligt, men vigtigst er store lande som Tyskland, Frankrig, Italien og Spanien. Det er desuden afgørende, at den finanspolitiske lempelse ledsages af økonomiske reformer i de enkelte lande. Der bør ikke slækkes på reformtempoet.

Samtidig skal der hurtigst mulig findes en løsning på de dårlige italienske banklån, på 360 milliarder euro, der er en tikkende bombe for eurozonen. En løsning skal primært respektere bail-in-reglerne i bankunionen. Endelig synes en reduktion af den græske gæld uundgåelig, hvis landet skal genfinde fodfæstet. Reduktionen skal dog gå hånd-i-hånd med seriøse økonomiske reformer, hvis løsningen skal vise sig langtidsholdbar og spiselig for alle parter.

HOVEDKONKLUSIONER:

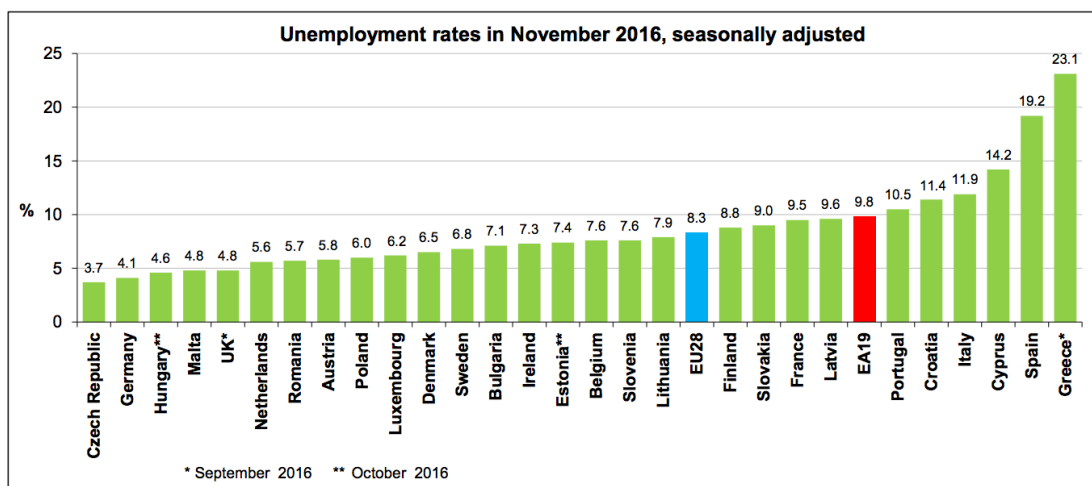
- EU-landene bør enes om en finanspolitisk stimulering af økonomien, så de europæiske lande kan vriste sig afgørende fri af den langvarige økonomiske krise. En sådan stimulering bør i særlig grad fokusere på at styrke de offentlige investeringer og støtte til private investeringer i energi, digitale netværk og anden infrastruktur.
- En finanspolitiske lempelse bør afpasses de enkelte landes situation, men omfatte såvel Tyskland som Frankrig, Italien og Spanien. Den finanspolitiske lempelse bør ledsages af en række økonomiske reformer fra det katalog af anbefalinger, som medlemslandene selv har accepteret som led i EU's økonomiske overvågning. Flere offentlige investeringer i bedre infrastruktur skal ikke ske på bekostning af reformpolitikken.
- Både OECD og Europa-Kommissionen har med henvisning til den lave vækst og rente samt den lave inflation lagt op til en finanspolitisk stimulering af økonomien på ca. 0,5 pct. point af BNP. Forslaget afvises endnu af en række medlemslande med Tyskland i spidsen, men Tænketanken EUROPA vurderer, at der er stærke argumenter for at sætte ekstra fart på investeringerne i den europæiske økonomi.
- EU bør finde løsninger på såvel de græske gælds- og lavvækstproblemer som de dårlige italienske lån. I Grækenlands situation bør eurolandene acceptere en græsk gældsreduktion forudsat, at Grækenland gennemfører økonomiske reformer.
- For Italien kan en finanspolitisk lempelse på EU-niveau medvirke til at lette den offentlige gæld og afviklingen af bankernes dårlige lån. Afviklingen af disse lån bør primært ske via de generelle regler i bankunionen for at undgå, at skatteyderne kommer til at betale.
- Kan en sådan løsning ikke findes, bør man skele til den løsning med offentlige midler og et reformprogram, som Spanien gennemgik. Italien bør dog ikke modtage midler fra andre eurolande.

Det er ikke længere nok at håbe på, at den Europæiske Centralbanks (ECB) alene kan klare opgaven med at få hurtigere gang i væksten i EU. Europa står ved en korsvej, hvor flere kvantitative lempelser af pengepolitikken og mere fart i seddelpressen ikke en holdbar opskrift på vækst. EU-landene må til at gå nye veje, og i stedet for den hidtidige austerity politik er der brug for i højere grad at skrue op for finanspolitikken og de offentlige investeringer.

EU-landene og især eurolandene har endnu ikke opnået højere BNP per indbygger, end da krisen startede i 2008, og vækstudsigterne frem mod 2018 er stadig beskedne.¹ Eurolande som Grækenland, Portugal, Spanien, Italien og Finland har stadig klart lavere BNP per indbygger i 2015 end i 2008, mens BNP per indbygger for lande som Frankrig, Holland og Østrig stagnerer. Tysklands BNP per indbygger er vokset med ca. 6 pct. i perioden 2008 til 2015, og dets overskud på betalingsbalancen er på 9 pct. af BNP, hvilket understreger en voksende forskel i den økonomiske udvikling inden for eurozonen. Vinderne trækker fra taberne i EU, og stigende forskelle mellem EU-landene er en udfordring til stabiliteten. Både økonomisk og politisk.

Arbejdsløsheden ligger på henholdsvis 8,3 og 9,8 pct. i EU og i eurozonen, hvor den i USA er faldet til 4,6 pct.² Der er desuden meget stor forskel på arbejdsløsheden i de enkelte lande, hvilket afspejler den økonomiske situation. *Se figur 1.*

Figur 1: Høj arbejdsløshed med store forskelle mellem EU landene



Kilde: Eurostat.

¹ Ameco database: BNP per indbygger i faste priser på 26500/29200 euro i 2015 i hhv. EU og euro området mod 26200/29400 euro i 2008 og den procentvise realvækst i BNP per indbygger i perioden frem mod 2018 er mellem 1 til 1,5 pct. årligt.

² Eurostat newsrelease, 3/2017.

Den svage økonomiske vækst og den fortsat høje arbejdsløshed i hovedparten af EU-landene og især i eurolandene er med til at øge mistilliden til EU i befolkningerne. Ifølge de seneste målinger fra Eurobarometer er mistilliden til EU stor, og tilliden til de nationale regeringer og politikere er nærmest katastrofal lav i de fleste EU-lande. Samtidig peger et stort antal europæere på, at arbejdsløshed og immigration er de største nationale politiske problemer.³

Trods denne tillidskrise til det politiske system både nationalt og i EU har opbakningen til euroen i eurolandene været stigende de sidste år. Seneste målinger fra Eurobarometer viser en opbakning på ca. 70 pct. I snit ligger modstanden mod at tilslutte sig euroen på 58 pct. i de lande, der står uden for valutasamarbejdet, mens modstanden i lande som Danmark, Sverige og Storbritannien ligger på 64 pct. eller højere.⁴

Trods stor tilslutning til eurokonstruktionen i eurolandene er det her, at pessimismen mht. den økonomiske situation og mistilliden til EU og dets institutioner er størst. Det indikerer, at det er nu, at politikerne i især euroområdet skal reagere og forsøge at skabe tilslutning til en sammenhængende troværdig økonomisk politik orienteret mod at skabe større vækst og mere finansiell og politisk stabilitet. Ved Det Europæiske Råds møde i Bratislava i september 2016 blev stats- og regeringslederne da også enige om mere politisk handling for at fremme de offentlige investeringer og bekæmpe især ungdomsarbejdsløsheden.

Euroområdetets produktion udgjorde i 2015 71 pct. af EU's samlede BNP. Efter Brexit vil denne andel stige til omkring 86 pct. Euroområdetets økonomiske vækst og dets finansielle og politiske stabilitet er og bliver derfor helt afgørende for hele Europa, ikke mindst for en lille åben økonomi som den danske. Men forskellene i de enkelte eurolandes økonomiske situation (ikke mindst en relativ komfortabel situation for Tyskland) og de kommende valg i Frankrig, Holland og Tyskland med politisk fokus på immigrationsproblemerne og en voksende tilslutning til populistiske anti-EU partier synes at dæmpe lysten til økonomisk-politisk handling i EU hos lederne fra disse lande. Et flertal af medlemslande med Tyskland i spidsen og med støtte fra lande som Danmark og Sverige har indtil nu afvist forslag fra Kommissionen om at diskutere en mere lempelig finanspolitik i en række EU lande for at stimulere væksten i hele EU og støtte den kvantitative lempelse af pengepolitikken i eurozonen.

³ Standard Eurobarometer 86, december 2016.

⁴ Standard Eurobarometer 86, december 2016

En finanspolitik som støtter væksten

Der er udsigt til en moderat økonomisk vækst i EU og eurozonen på hhv. 1,7 og 1,6 pct. per år for perioden 2016-2018 med en reduktion af arbejdsløsheden til henholdsvis 8 og 9,3 pct. i 2018 ifølge Europa-Kommissionen. Til sammenligning har USA udsigt til en årlig vækst på 1,9 pct. per år og en reduktion af arbejdsløsheden til 4,6 pct.⁵

Amerikanerne er klart ude af krisen. Den nytiltrådte amerikanske præsident, Donald Trump, har annonceret en stimuluspakke bestående af skattereduktioner og massive investeringer i infrastruktur. Samtidig er den amerikanske centralbank begyndt at hæve renten og har annonceret yderligere tre rentestigninger i 2017. Dette vil alt andet lige føre til i det mindste kortsigtede vækstmuligheder i EU. OECD har anslået mergevinsten fra den amerikanske stimuluspakke til knap ét procentpoint mere for væksten i USA i 2018 og på 0,15 procentpoint for euroområdet, hvilket i givet fald kunne bringe væksten i sidstnævnte op på omkring 2 pct. i 2018.⁶

En vækst på 2 pct. i euroområdet vil næppe være nok til at sikre udbredt økonomisk vækst og nedbringe arbejdsløsheden markant. Tværtimod er der en risiko for, at den positive udvikling vil være for langsom til at skabe fornøden optimisme i europæisk erhvervsliv og blandt forbrugerne i Europa. ECB vil fortsætte den kvantitative lempelse af pengepolitikken, men har annonceret en reduktion af opkøb fra 80 til 60 milliarder euro om måneden. Endelig er OECD og Europa-Kommissionen kommet med forslag til aflastning af pengepolitikken i dens bestræbelser på at støtte væksten i Europa med henvisning til, at den lave økonomiske vækst sammen med de fortsat lave renter og inflation i ikke mindst eurozonen kalder på handling.⁷

OECD foreslår, at alle større OECD-lande gennemfører en lempelse af finanspolitikken for at understøtte pengepolitikken. En lempelse med 0,5 pct. vil kunne løfte væksten med omkring det samme i hele OECD og vil kunne fastholdes over en periode på 3-4 år uden negative konsekvenser for de offentlige gældskvoter ifølge OECD's modelberegninger. I mere konkret form anbefaler OECD en mere ekspansiv finanspolitik i bl.a. Tyskland og en moderat ekspansiv politik i USA,

⁵Statistical Annex of European Economy, Kommissionen, 2016, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip038_statistical_annex_ee_autumn_2016_en.pdf.

⁶Economic Outlook, OECD november 2016.

⁷Economic Outlook, OECD november 2016 og Towards a positive fiscal stance for the euro area, COM(2016) 727, 16.november 2016.

Frankrig, Italien og Holland.⁸ Europa-Kommissionen har fremlagt et lignende forslag til en lempelse af finanspolitikken for euroområdet for de næste 2 år med 0,5 pct. af BNP og med en differentieret strategi for de enkelte lande afhængig af fiskalt råderum og den økonomiske situation.⁹

Både for OECD og Kommissionen er økonomiske reformer og en mere ekspansiv tysk finanspolitik centrale elementer i en strategi, som kalder på større støtte fra finanspolitikken til at skabe vækst i eurolandene. Det er Tyskland, som har det fiskale råderum, og som via sin vægt i eurozonen og i EU betyder noget for muligheden for at føre en mere ekspansiv finanspolitik.¹⁰ Begge forslag indebærer en friere fortolkning – nogle vil mene en tilsidesættelse af EU's budgetregler, den såkaldte stabilitets- og vækstpagt.

Europa har trods en historisk set meget ekspansiv pengepolitik fra ECB haft svært ved at komme fri af finanskrisen, og den hidtidige strategi har vist sig utilstrækkelig. EU bør i stedet sætte mere fart i finanspolitikken og de offentlige investeringer for at skubbe gang i væksten. Det vil god mening, hvis der investeres mere i ny infrastruktur og digitale netværker, der kan være med til at øge produktiviteten i EU-landene. Højere vækstrater kan bidrage til en mere holdbar udvikling i beskæftigelsen og på sigt at nedbringe den offentlige gæld i især euroområdet. Med lave eller negative renter og en stadig lav inflation samt en svag investeringsudvikling i Europa er der ikke større risiko for, at private investeringer skubbes til side som følge af øget offentlig gældsætning.

Der er stadig ledig kapacitet i især euroområdet, herunder i de fleste af de større lande, og kun udsigt til en langsom forbedring af den situation frem til 2018. For Tyskland er der udsigt til en svag mangel på økonomisk kapacitet fra 2016 og frem, men stadig på et lavt niveau,¹¹ og en stigning i lønninger, priser og renter i Tyskland over de næste par år vil heller ikke være skadeligt. Samtidig bør de enkelte medlemslande dog levere minimum to til tre af de højst prioriterede økonomiske reformer, som EU (dvs. medlemslandene selv og EU's institutioner) anbefaler gennemført som en del af en politisk pakke.

⁸ Economic Outlook, OECD, November 2016.

⁹ Towards a positive fiscal stance for the euro area, COM(2016) 727, 16.november 2016.

¹⁰ Ibid og Economic Outlook, OECD november 2016.

¹¹ Towards a positive fiscal stance for the euro area, COM(2016) 727, 16.november 2016; Economic Outlook, OECD november 2016; Ameco database, Europa-Kommissionen.

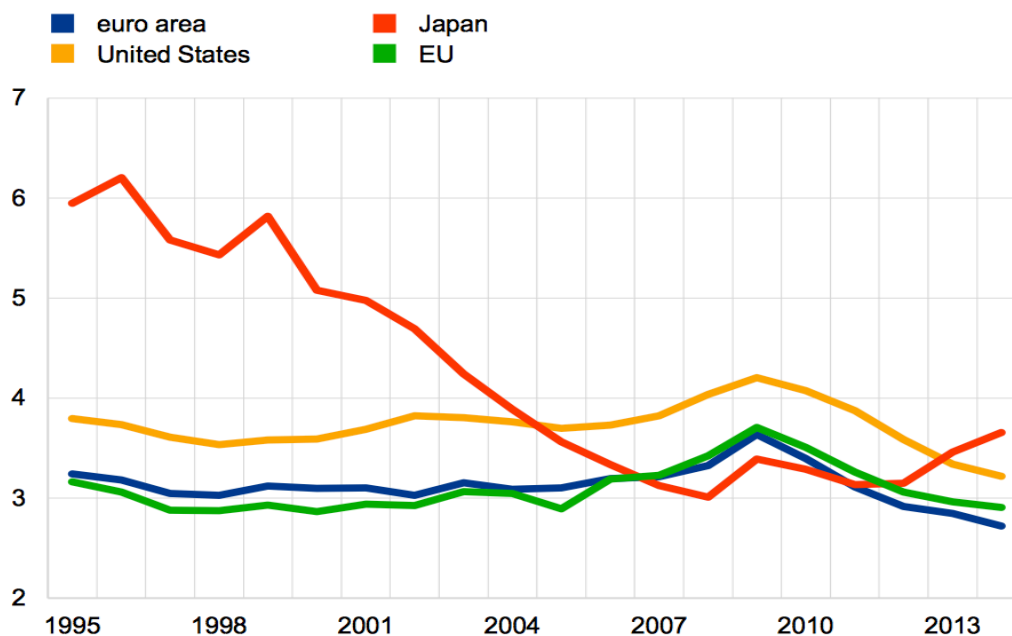
Ekspansiv finanspolitik med fokus på investeringer

Selvom en række EU-lande med Tyskland i spidsen har afvist at føre en mere ekspansiv finanspolitik, bør Kommissionen forfølge sit forslag. Forslaget bør dog sætte større fokus på at få gang i investeringerne. EU's samlede investeringsniveau ligger stadig omkring 2,5 pct. af BNP under niveauet fra før krisen. Det svarer til en investeringsmanko på 443 milliarder euro, og økonomiske beregninger af investeringsbehov inden for en række sektorer peger på en manko på hele 665 milliarder euro.¹²

De offentlige investeringer var inden krisen svagt stigende i EU og er nu faldet til et niveau før 2005. Inden for eurozonen ligger de lidt under niveauet fra før 2005. *Se figur 2.* Både ECB og IMF påpeger, at stimulering af den økonomiske aktivitet via højere offentlige investeringer øger den økonomiske aktivitet og reducerer arbejdsløsheden, især i situationer som den nuværende med lav aktivitet og lavt rente- og inflationsniveau.¹³

Figur 2. Faldende offentlige investeringer i euro området

(as a percentage of GDP)



Kilde: Europa Kommissionen og ECB.

¹² EU bør fordoble sin investeringsplan, Tænk tanken EUROPA, 2016, <http://thinkeuropa.dk/oekonomi/eu-boer-fordoble-sin-investeringsplan>.

¹³ The macroeconomic effects of public investment: Evidence from advanced economies, IMF Working Paper, maj 2015, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201602_article02.en.pdf.

OECD, økonomiske eksperter og repræsentanter fra den finansielle sektor har peget på, at ECB's kvantitative lempelser skal fokusere mere på opkøb af obligationer til finansiering af infrastruktur, som i vidt omfang vil være offentligt-private partnerskaber.¹⁴

Kommissionen peger i sit forslag til en lempeligere finanspolitik på, at man kan fremme en mere ekspansiv finanspolitik ved at øge de nationale bidrag til Den Europæiske Fond for Strategiske Investeringer (EFSI).¹⁵ Men herudover bør de offentlige investeringer i EU øges med op til 0,5 pct. af BNP for 2017 og 2018 i en differentieret strategi afhængig af nationale behov og finanspolitisk råderum. Sådanne investeringer kan være reparationer af institutioner og veje, energirenovationer samt naturligvis nye infrastrukturinvesteringer, herunder i digitalt udstyr og netværk i yderområder, hvoraf mange vil være hurtige at sætte i gang. Desuden vil konstruktionen omkring EFSI kunne fremme også større infrastruktur investeringer.

Disse offentlige merinvesteringer og kapitaltilskud via nationale eller EU investeringsbanker som EIB og Den Europæiske fond for Strategiske Investeringer til at understøtte private investeringer skal over en årrække på tre til fire år finansieres via en lempelig finanspolitik, både i Tyskland, men også i lande som Frankrig, Italien og Spanien. Det vil være nødvendigt for at sikre en højere vækst og beskæftigelse i Europa. Men medlemslandene skal også holdes fast på, at de skal gennemføre de vedtagne anbefalinger om økonomiske reformer, uden hvilke en økonomisk vækst ikke bliver holdbar i Europa.

Flere farlige skær i farvandet

At skabe en bedre indbyrdes forståelse, stærkere koordination og mere gensidig tillid landene imellem er afgørende for at trække EU ud af sin øjeblikkelige krise. EU-samarbejdet befinder sig i en farlig situation, og uden en justering af den økonomiske politik kan det blive svært at imødegå den stigende EU-skepsis i befolkningerne, som har plaget samarbejdet gennem længere tid. Der er brug for at føre en mere ekspansiv økonomisk politik i EU-landene, hvor der investeres i noget af det, der kan drive væksten frem. Mere vækst og flere arbejdspladser kan være med til at bringe noget af optimismen tilbage i fællesskabet. Det trænger EU til på et tidspunkt, hvor immigrationskrisen og de kommende forhandlinger med Storbritannien kan trække store vekslers på sammenhængskraften.

¹⁴ OECD: Simulating "Tax Stimulus" – Questioning Stability Pact Rules, Ronald Janssen, Social Europe, 5. december 2016; Quantitative easing should fund infrastructure, says BlackRock, Politico 6. december 2016.

¹⁵ Towards a positive fiscal stance for the euro area, COM(2016) 727, 16. november 2016.

Der er en række farlige skær i det økonomiske farvand, som EU-landene er pisket til at navigere udenom, hvis ikke genopretningen skal kuldsejle før den er kommet i gang.

Den græske gældskrise og Italiens dårlige banklån og den høje offentlige gæld i flere medlemslande kan dog udløse en negativ spiral i eurozonen, men øget økonomisk vækst vil kunne trække i den modsatte retning. Og her er en mere aktiv finanspolitik et vigtigt redskab, der bør tages i anvendelse.

På længere sigt skal der både skabes bedre politisk opbakning til mere tilbunds-gående økonomiske reformer og en stabiliseringsmekanisme i eurozonen.¹⁶ Her er ikke mindst bankunionen et vigtigt redskab, der kan bidrage til at skabe et mere robust finansielt system i Europa. Efter det franske og det tyske valg her i 2017 bør der tages yderligere skridt til at fuldende bankunionen, således at den dårlige spiral mellem offentlig gældsætning og usunde banker kan knækkes. Men situationen i Grækenland og i Italien kalder på særlig opmærksomhed i de kommende måneder.

Reformer og gældsreduktion nødvendig i Grækenland

Grækenlands gældsproblemer og de generelle økonomiske udfordringer var med til at kaste hele eurozonen ud i krise. De fortsatte uenigheder om løsninger på Grækenlands problemer bidrager til at sætte spørgsmålstegn ved EU's evne til at løse sine interne problemer.

Eurolandene afviste i december 2016 at diskutere en yderligere reduktion af den græske gæld. Det er et krav fra IMF for at acceptere at fortsætte med at yde lån sammen med EU til Grækenland. Dermed er der ikke foreløbigt udsigt til et kompromis, som kan sikre Grækenland resten af de hårdt tiltrængte lån til at finansiere sit offentlige budget. Der blev ganske vist i december etableret enighed om en omlægning af renter og løbetid på den kortsigtede græske gæld, som på langt sigt skulle reducere gældsbyrden med op til 20 procentpoint, men den aftale er suspenderet efter, at Grækenland har annonceret kompensationer på 600 millioner euro for pensionister med lave pensioner.¹⁷

¹⁶ Se: Bankunionen er kommet godt fra start, Tænketanken EUROPA, 2016, <http://thinkeuropa.dk/oekonomi/bankunionen-er-kommet-godt-fra-start>; og: På vej mod en bedre euro, Tænketanken EUROPA, 2015, <http://thinkeuropa.dk/oekonomi/paa-vej-med-en-bedre-euro>.

¹⁷ Eurogroup statement on Greece, Europæisk Råd, 5/12/2016; Greek assets under pressure after EU freezes debt relief plan, Mehreen Kahn, Financial Times, 15.december 2016; Krise på krise, Fl. Larsen, Wekenavisen, 23.december 2016.

Centralt i diskussionen om en løsning af de græske, økonomiske problemer mellem eurolandene og mellem især Tyskland og IMF, er spørgsmålet om realismen i at søge en mellemfristet primær budgetbalance på plus 3,5 pct. som krævet af eurolandene. IMF har dog selv peget på, at det har været muligt for en lang række andre lande inkl. Danmark at have et højt budgetoverskud over længere tid.

IMF fremhæver imidlertid, at det især kan være problematisk at fastholde et sådant overskud over en længere periode af sociale og politiske årsager i situationer med høj arbejdsløshed, som tilfældet er i Grækenland.¹⁸ Selvom grækerne har etableret en positiv primær budgetbalance på 0,7 pct. af BNP ifølge EuroStat bl.a. som følge af budgetreformer, virker det uholdbart at forlange et græsk overskud på den primære balance på 3,5 pct. over længere tid i lyset af vækst- og arbejdsløshedsproblemer i græsk økonomi.¹⁹

Ifølge IMF vil overskudskravet på 3,5 pct. fra 2018 forhindre det begyndende økonomiske opsving i at finde sted. For det vil kræve endnu flere besparelser på offentlige investeringer og løbende udgifter. I stedet anbefaler IMF et overskud på den primære balance på 1,5 pct. *under forudsætning af tre sæt af reformer.*

For det første skal det græske indkomstskattesystem omlægges. I dag er mere end halvdelen af de græske husstande undtaget fra at betale indkomstskat. For de andre eurolande er gennemsnittet for undtagelser 8 pct. For det andet er det græske pensionssystem ekstremt generøst. Det koster det offentlige budget omkring af 11 pct. af BNP mod 2 pct. i de øvrige eurolande. For det tredje er arbejdsmarkedslovgivningen for rigid. Den forhindrer ansættelse af medarbejdere, fordi det er for vanskeligt at afskedige dem igen. Den rigide arbejdsmarkedslovgivning skyldes bl.a. mangel på en adækvat arbejdsløshedsunderstøttelse.

IMF konkluderer, at Grækenland simpelthen ikke kan modernisere sin økonomi gennem infrastrukturinvesteringer og målrettede sociale programmer, så længe man undtager mere end halvdelen af husholdningerne fra indkomstskat og betaler offentlige pensioner på niveau med de rigeste lande i Europa. IMF anbefaler derfor en yderligere reduktion af gældsbyrden.²⁰

¹⁸ Greece, Preliminary debt sustainability analysis – updated estimates and further considerations, IMF Country Report No 16/130, maj 2016.

¹⁹The IMF is Not Asking Greece for More Austerity, by Maurice Obstfeld and Poul M. Thomsen, Posted on December 12, 2016 by IMFdirect; og IMF denies it is trying to force more austerity in Greece, Jim Brunsten, Financial Times 13/12/2016.

²⁰ The IMF is Not Asking Greece for More Austerity, by Maurice Obstfeld and Poul M. Thomsen, Posted on December 12, 2016 by IMF direct.

OECD viser imidlertid forskellige scenarier, hvor den primære græske balance reduceres under diverse forudsætninger om vækst og renteutvikling.²¹ Det indikerer, at der er løsninger på det græske problem. Det skal endvidere erindres, at selv i Grækenland er der et betragteligt flertal, som støtter fortsat græsk medlemskab af euroen.²²

I lyset heraf må der findes en løsning, som på den ene side sikrer fortsatte græske reformer på især tre områder: pensionssystemet, skattesystemet og arbejdsmarkedslovgivningen akkompagneret af et bedre socialt understøttelses-system, herunder en arbejdsløshedsunderstøttelse. I tråd med iværksatte reformer på især disse områder kan kravet til det primære overskud slækkes, og gældsbyrden kan reduceres f.eks. ved forlænget rente- og afdragsfrihed.

En spansk løsning på den italienske bankkrise?

Også Italien giver anledning til bekymring, og det er måske den allerstørste udfordring til eurozonen at få styr på situationen i Italien. De italienske vælgeres nej den 4. december til den daværende premierminister Renzis forslag om en forfatningsændring har kastet landet ud i en politisk krise. Det er sket på et tidspunkt, hvor der er brug for politisk stabilitet og handling til at klare landets økonomiske problemer i form af en årelang lav økonomisk vækst, høj statsgæld og arbejdsløshed samt dårlige banklån på 360 milliarder euro.²³

Italiensk økonomi udgør 15,7 pct. af eurozonens økonomi og 11,2 pct. af EU's økonomi. Hvad der sker i Italien er økonomisk relevant for resten af EU og eurozonen, og den italienske økonomi er endnu ikke kommet ud af krisen. BNP per indbygger er stadig lavere end i 2008, og den offentlige italienske gæld var på 132,3 pct. af BNP i 2015.²⁴

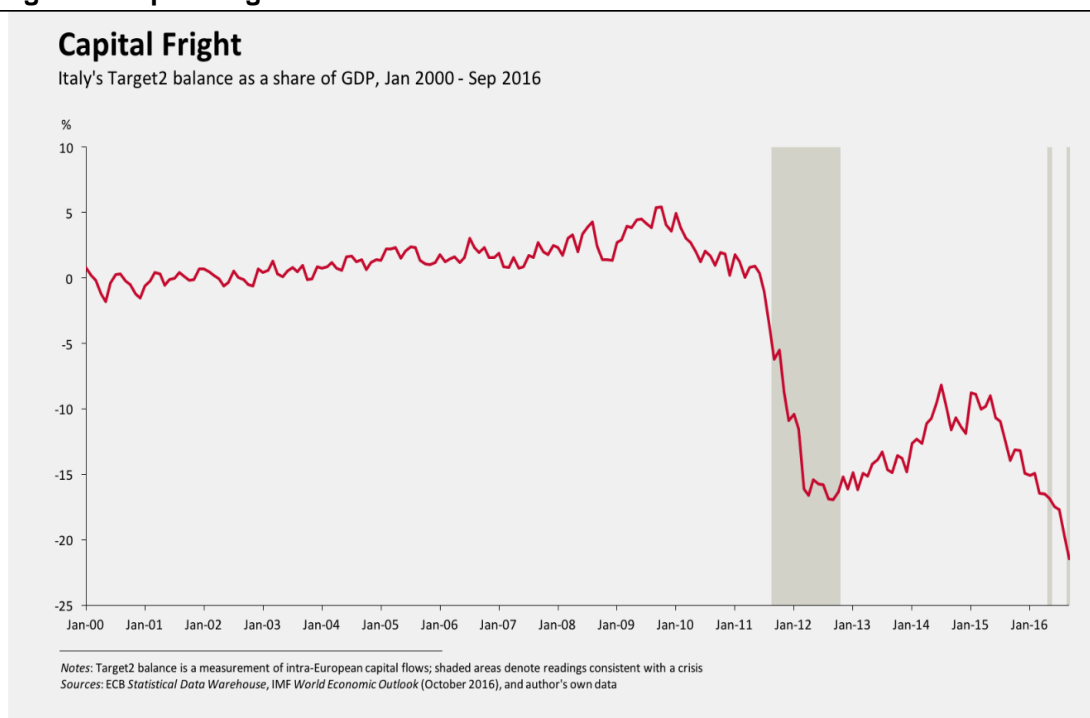
²¹ Greece, OECD Economic Surveys, marts 2016.

²² Standard Eurobarometer 86, december 2016.

²³ Italiensk afstemning skaber usikkerhed, Tænketanken EUROPA, 2016, <http://thinkeuropa.dk/politik/italiensk-afstemning-skaber-usikkerhed>.

²⁴ Ameco database.

Figur 3. Kapitalflugt fra Italien



Kilde: Capital flight from Italy and what it can tell us about the referendum, Carmen Reinhart, World Economic Forum and Project Syndicate, 25. november 2016.

De dårlige italienske lån på omkring 360 milliarder euro er i sig selv håndterbare, men i sammenhæng med lav vækst og en eventuel politisk krise kan der opstå panik på markederne. Der siver kapital ud af Italien (*se figur 3*), og rentespændet mellem den tyske og italienske rente er øget med 200 basispoint i forbindelse med afstemningen om forfatningsændringen.²⁵ Den lave eller manglende vækst gennem næsten to årtier har akkumuleret de dårlige lån og forhindret bankerne i at give lån til mere produktive investeringer, som så igen har været en hæmsko for den økonomiske vækst.

Da EU's regler for bankredning i 2012 blev ændret fra *bail-out* til *bail-in*, dvs. fra at statskassen indskyder kapital i bankerne under en krise, til at bankernes ejere og kreditorer afskriver deres tilgodehavender først, undlod de skiftende italienske regeringer at tvinge de italienske banker til at tilbagekøbe de mest risikobetonede af deres egne værdipapirer fra disse småsparere. Sådanne problemer har det med at blive større, desto længere man venter med at gøre noget ved dem. I efteråret 2015 måtte den italienske regering redde fire små

²⁵ Preventing the next euro crisis starts now, Jean Pisany-Ferry, Project Syndicate, december 2016, <https://www.project-syndicate.org/commentary/future-of-the-eurozone-discussions-by-jean-pisani-ferry-2016-12>.

banker. I den proces blev en række af disse småinvestorer også ramt, hvilket førte til omfattende protester.

Lige nu forsøger verdens ældste bank, Monte dei Paschi di Siena (MPS), at rejse nødvendig kapital på de private markeder for at kunne forblive solvent. Det har vist sig vanskeligt, bl.a. som følge af uenighed mellem de italienske myndigheder og Den Europæiske Centralbank (ECB) om størrelsen af kapitalbehovet, som den italienske regering og MPS oprindeligt anslog til 5 milliarder euro, mens ECB nu kræver 8,8 milliarder euro.²⁶

Det er ikke klart, hvad der ligger bag ECB's krav om yderligere kapitalindsprøjtning. Det italienske medlem af ECB's finansielle tilsyn, Ignazio Angeloni, udtalte til avisen La Stampa den 27. december 2016, at de italienske bankproblemer er håndterbare, og at løsninger er til rådighed.²⁷

Den økonomiske tænketank Bruegel mener, at de italienske bankproblemer har fået lov til at fortsætte for længe, men at banksystemet – forudsat rimelig kompetent håndtering – vil kunne opnå et passende kapitalgrundlag og fra sommeren 2017 begynde at arbejde seriøst med mængden af dårlige lån.²⁸

Italienerne ønsker i lyset af de ovennævnte politiske protester at undgå at ramme en større kreds af småsparere i forbindelse med oprydningen i banksektoren. Derfor har man foreslået at yde statsstøtte til eventuelle nødlidende banker med MPS som det første institut i farezonen. Italienerne har afsat godt 20 milliarder euro til formålet. Det vil være imod de generelle regler i bankunionen, der foreskriver, at det først er aktionærer og andelshavere i pengeinstitutterne, som skal holde for. Men en offentlig kapitalindsprøjtning kan anvendes som en nødløsning ifølge reglerne om *no bail-in*.²⁹

Er en sådan løsning ikke anvendelig, kunne man skæve til Spanien, hvis banksektor i 2012 var i store vanskeligheder, og hvor regeringen blev tvunget til at foretage en omstrukturering og konsolidering af sektoren med støtte fra bl.a.

²⁶ Press release, Monte dei Paschi di Siena, 26. december 2016, http://english.mps.it/media-and-news/press-releases/2016/Pages/press_release_20161226.aspx.

²⁷ Interview with La Stampa, ECB, 27. December 2016, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/interviews/date/2016/html/sn161227.en.html>.

²⁸ ECB finally addressing Italian bank woes, Bruegel, 4. januar 2017, <http://bruegel.org/2017/01/ecb-finally-addressing-italian-bank-woes/>.

²⁹ The strange case of the MPS capital shortfall, Sivia Merler, Bruegel Blog post, 27. december 2016, <http://bruegel.org/2016/12/the-strange-case-of-the-mps-capital-shortfall/>.

European Stability Mechanism (ESM). Dette er nu næsten fuldført³⁰. Kvaliteten af bankernes aktiver er steget, andelen af dårlige lån er stadig faldende, og selvom den samlede kreditmængde i landet også falder, sker der en stigning i nye udlån til husholdninger samt små og mellemstore virksomheder. Derved styrkes den økonomiske aktivitet. Faktisk er den spanske økonomi vokset mere end gennemsnittet i eurozonen med over 3 pct. årligt i 2015-16, og den spanske centralbanks prognose frem til 2019 anslår en årlig vækst på mellem 2 og 2,5 pct., hvilket også er højere end i de øvrige eurolande.³¹ Arbejdsløsheden falder samtidig markant, omend den stadig ligger relativt højt.

Da Italien tilvejebringer de 20 milliarder euro på budgettet, kan løsningen gennemføres uden inddragelse af ESM. Men det kræver stadig, at Italien accepterer at gennemføre et reformprogram i stil med det program, som Spanien har gennemført. Uden sådanne reformer er der ingen sikkerhed for, at opretningen af banksektoren bliver holdbar, og det må være prisen for, at man "bøjer" reglerne om *bail-in*.

³⁰ Press release, Statement by the staff of the European Commission and the European Centralbank following the sixth post-programme surveillance visit to Spain, 24. oktober 2016, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr161024.en.html>.

³¹ Macroeconomic Projections for the Spanish Economy 2016-19, Banco de Espana's Contribution to the Eurosystem's December 2016 Joint Projection Exercise, <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Informesdeproyecciones/Fich/be1612-proye.pdf>.