



Marknadsbrev

Ny eurokris under uppsegling

17 april 2019

Den italienska regeringen har reviderat ned sin prognos för såväl tillväxt som budgetunderskott för 2019. Detta har skett mot bakgrund av en snabb inbromsning i den italienska ekonomin och en nedrevidering av utsikterna framöver från bedömare som OECD och IMF. Våra modeller tyder på att dessa bedömningar ändå är alltför optimistiska och att Italien riskerar att hamna i en lång recession med en ohållbar statsfinansiell utveckling. Finansmarknaderna hittills varit likgiltiga, men står inför ett brutalt uppvaknande den dag en ny eurokris kommer upp på agendan.

Recession i Italien

För någon dryg vecka sen (9 april) kom den bistra verkligheten ikapp den italienska regeringen som reviderade ned sin BNP-prognos till 0,2% för 2019. Detta skedde efter att tillväxten bromsat rejält under loppet av 2018. Tillväxten har varit negativ de två senaste kvartalen, så Italien befinner sig tekniskt sett i recession. Det väntade budgetunderskottet för år 2019 reviderades följaktligen också, till 2,4% av BNP, vilket är exakt den nivå som den italienska regeringen tvistade om med EU-kommissionen i december. Då nåddes en kompromiss om att Italien fick ha ett underskott på 2,0%, men det baserades på att tillväxten i den italienska ekonomin skulle vara 1% under 2019. En överenskommelse som baserades på bedömningar som redan då föreföll mindre sannolika.

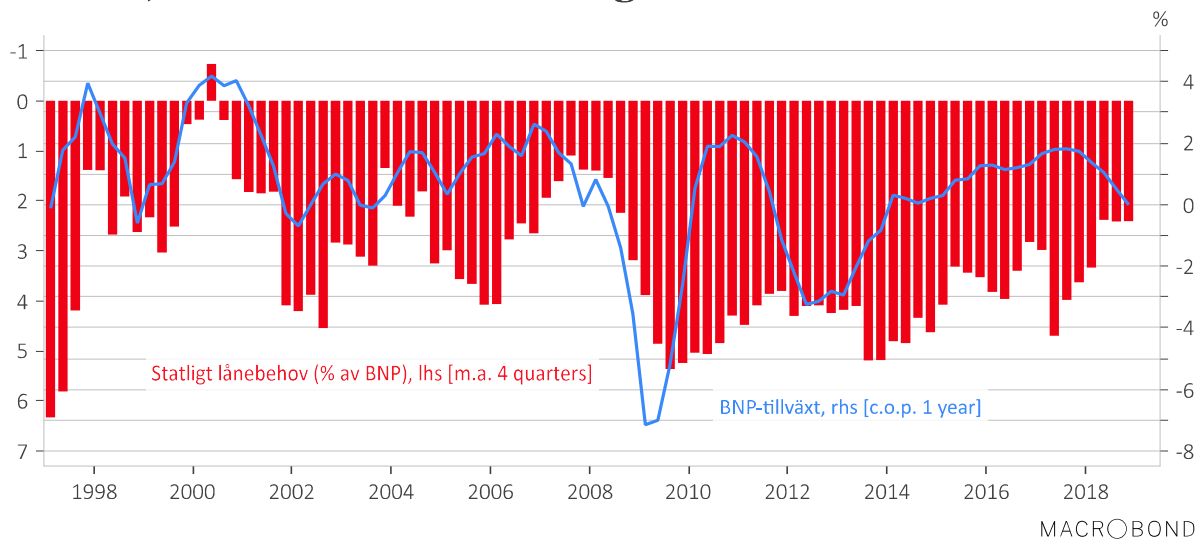
Den italienska regeringens nedrevidering kom någon vecka efter att såväl IMF som OECD reviderat sina bedömningar. OECD var mest pessimistisk och räknar med att BNP ska falla med 0,2% i år för att sedan öka med 0,5% nästa år. De bedömer också att de offentliga finanserna förvärras och visar ett underskott på 2,5% år 2019 och 3% år 2020. (<http://www.oecd.org/economy/surveys/Italy-2019-OECD-economic-survey-overview.pdf>). De dystrare utsikterna för den italienska ekonomin följer på allt svagare data och mer pessimistiska prognoser för euroområdet som helhet. För någon månad sedan (7 mars) reviderade exempelvis ECB ned utsikterna för euroområdets tillväxt kraftigt, till 1,1% år 2019 och 1,6% år 2020. Vi gjorde i januari en genomgripande analys av tillväxten i euroområdet (<https://www.faforecasting.com/sv/lagkonjunktur-eu/>), och slutsatsen är att ECB fortfarande är alltför optimistiska om en återhämtning av tillväxten nästa år. Vår analys pekar istället på en fortsatt tillväxt kring 1% i euroområdet under 2020.

Svaga statsfinanser bli ännu svagare

Det finns komplexa samband mellan tillväxt och statsfinanser, som inte ska utredas i detalj här. Men i korthet kan ökade offentliga utgifter/lägre skatter bidra till en ökad ekonomisk aktivitet, som i sin tur på sikt kan förbättra statsfinanserna. Å andra sidan bidrar en svag ekonomisk tillväxt via bland annat automatiska stabilisatorer och lägre skatteintäkter till försämrade finanser. Samtidigt kan möjligen en sanering av statsfinanserna via minskade utgifter/högre skatter bidra till starkare tillväxt på sikt genom att kostnaderna för upplåningen minskar och förtroendet för den ekonomiska politiken ökar.

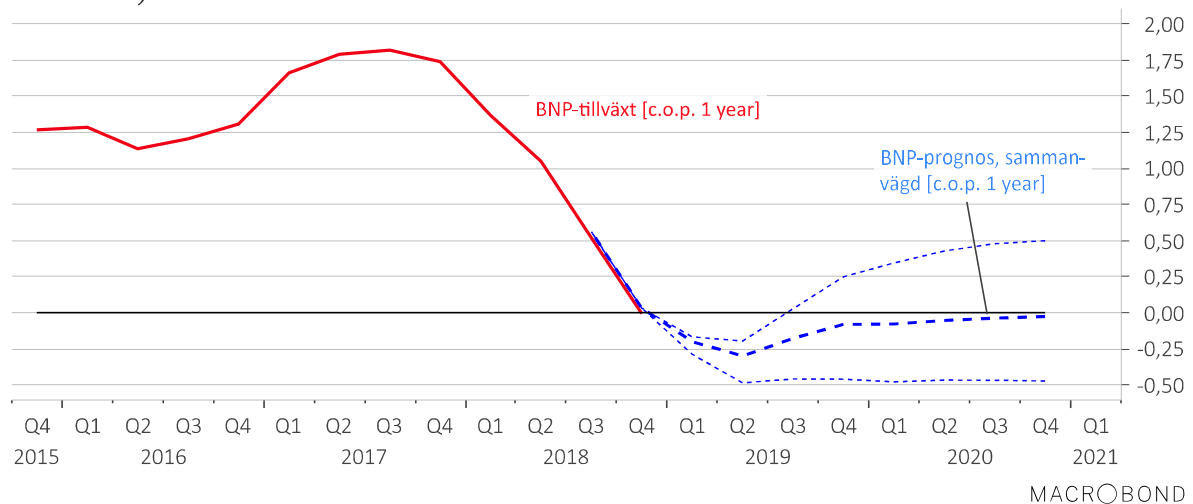
I figuren nedan visas BNP-tillväxten i Italien och det statliga lånebehovet som andel av BNP. Det går att skönja en viss positiv samvariation åtminstone fram till finanskrisen. Efter 2010 har dock enstaka år av hygglig tillväxt inte förmått minska lånebehovet i någon större omfattning. Det har legat och pendlat kring 4–5% av BNP, dock med en viss (tillfällig?) förbättring på slutet. Det primära budgetsaldot är dock positivt, dvs. om man exkluderar räntebetalningar på statsskulden, som är drygt 130% av BNP, näst högst i Europa efter Grekland. Med andra ord gör den höga statsskulden att det krävs en betydligt högre tillväxt för att bringa ned statliga lånebehovet.

Italien, BNP-tillväxt och statligt lånebehov



Detta är illa nog, men vi befarar att såväl budget- som tillväxtprognoserna fortfarande är allt för optimistiska. Vi har använt Indicio, som är ett webb-baserat prognosverktyg, för att bedöma den italienska tillväxten för de kommande två åren. Vi har använt ett antal olika variabler som exempelvis statens lånebehov, obligationsräntor, inflation och arbetslöshet för att analysera BNP-utvecklingen. Slutsatsen är deprimerande. Om man väger ihop de olika modellerna, ett 15-tal totalt sett, efter hur bra de förutsäger tillväxten, pekar det mesta på att Italien kommer att befinna sig i recession under de kommande två åren. I figuren nedan visas också den mest optimistiska resp. pessimistiska prognosen. OECD:s prognos ligger följaktligen i linje med den mest optimistiska av prognoserna som våra modeller genererar, medan en sammanvägning av de historiskt sett bästa modellerna dessvärre inte tyder på en återhämtning under 2020, som de flesta bedömare hoppas på.

Italien, BNP-tillväxt



Detta innebär att den italienska regeringens budgetmål, och även OECD:s relativt sett pessimistiska prognos, på ett underskott på 3% år 2020, kommer att framstå som optimistiska. Om vår

tillväxtprognos blir verklighet kommer budgetunderskottet sannolikt att bli avsevärt större än de 3% som EU:s stabilitets- och tillväxtpakt har som nedre gräns. Det var med andra ord helt följdriktigt att EU-kommissionens president Juncker i början av april uppmanade regeringen i Rom att göra mer för att sätta fart på den blodfattiga italienska tillväxten. Så sent som igår (16 april) varnade dessutom den italienska centralbankens chefsekonom för att underskottet klart kommer att överstiga 3% om inga åtgärder vidtas av regeringen.

Likgiltig marknad riskerar brutalt uppvaknande

Trots de mer pessimistiska tillväxt- och budgetprognoserna och EU-kommissionens uppmaning i början av april har ränte- och valutamarknaderna hittills varit likgiltiga inför dessa varningssignaler. Finansmarknaderna har tvärtom drivits av en fortsatt stark efterfrågan på riskfyllda tillgångar under 2019. Skillnaden mellan italienska och tyska obligationsräntor har till och med minskat under april (se figuren nedan). Med Italien på väg mot en permanent recession är det dock sannolikt bara en tidsfråga innan en ny eurokris kommer upp på agendan. Det kanske krävs en allmänt svagare riskapitet och sämre avkastning på riskfyllda tillgångar, som vi varnade för i vår senaste Riskbarometer, innan finansmarknaderna till slut vaknar upp.

Räntedifferens Italien-Tyskland, 10 års-obligation



Recon Patrol

Macro and Financial Research for Professional Investors

Disclaimer

The information contained in this website is intended solely to provide general guidance on matters of interest for the personal use of the reader, who accepts full responsibility for its use. The application and impact of laws can vary widely based on the specific facts involved. Given the changing nature of laws, rules and regulations, and the inherent hazards of electronic communication, there may be delays, omissions or inaccuracies in information contained in this publication. The information is produced by the website and the opinions expressed are as of the date of writing and are subject to change. It does not constitute an offer or an invitation by or on behalf of Recon Patrol to any person to buy or sell any security or investment product. Any reference to past performance is not necessarily a guide to the future. The information and analysis contained in this publication have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable but Recon Patrol does not make any representation as to their accuracy or completeness and does not accept liability for any loss arising from the use hereof. All information in this website is provided "as is", with no guarantee of completeness, accuracy, timeliness or of the results obtained from the use of this information, and without warranty of any kind, express or implied, including, but not limited to warranties of performance, merchantability and fitness for a particular purpose. Nothing herein shall to any extent substitute for the independent investigations and the sound technical and business judgment of the reader. In no event will the author be liable to you or anyone else for any decision made or action taken in reliance on the information in this publication or for any consequential, special or similar damages, even if advised of the possibility of such damages. This document may not be reproduced either in whole, or in part, without the written permission of the author.