

Financiële markten

De timing van renteverhogingen

Terwijl men langzaam aan het idee begint te wennen dat ook in Europa centrale banken de rente weer kunnen verhogen, beet op 11 augustus jl. de Zweedse centrale bank volkomen onverwacht de spits af. Zij verhoogde de kredietrente met 0,5%-punt tot 8%. Tot schrik van de financiële markten volgde later die dag ook de Italiaanse centrale bank met een verhoging van het disconto van 0,5% tot 7,5%. In beide gevallen waren de renteverhogingen bedoeld om een verder afglijden van de eigen munt te voorkomen. Daarnaast werd in Zweden door de centrale bank ook de angst voor een weer oplevende inflatie aangevoerd.

De renteverhogingen hadden voor de Zweedse kroon en Italiaanse lire een averechts effect: beide munten daalden aanzienlijk. Ook liep de lange rente op en ging de aandelenmarkt in zowel Zweden als Italië fors onderuit. Kennelijk is dit nog niet de manier om de markten gerust te stellen. Is een renteverhoging goed getimed, dan kan deze de stemming op de markten juist verbeteren, zo bleek na de vorige week in de Verenigde Staten en Australië doorgevoerde verhogingen van de officiële rentetarieven. Zo werden de verhoging van de officiële rentetarieven met 0,5%-punt in de Verenigde Staten en met 0,75%-punt in Australië door de obligatie-

markt daar met een forse koersstijging beloofd. In die zin zijn de renteverhogingen in Zweden en Italië een waarschuwing aan het adres van de andere Europese centrale banken, zoals de Bank of England, die op het punt staan ook de rente te verhogen. Men weet nu wat je kunt verwachten als je te ijverig probeert de inflatie de kop in te drukken.

De Zweedse crisis

Een eerste constatering is dat Zweden en Italië natuurlijk aparte gevallen zijn. Nergens waren de gevolgen van de recessie van 1992-93 zo diep als in Zweden. De waarde van de Zweedse kroon is net als die van de Italiaanse lire in twee jaar tijd met meer dan 25% verminderd (zie figuur 1). De werkloosheid steeg van 1,5% eind jaren tachtig tot meer dan 7% op dit moment. Het overheidstekort zal dit jaar naar schatting bijna 14% van het bbp bedragen en de overheidsschuld zal naar verwachting volgend jaar de 100% van het bruto binnenlands produkt overschrijden. Ter vergelijking: in 1990 bedroeg de Zweedse overheidsschuld nog niet meer dan 44% van het bbp. Daarbovenop komt de spanning die de verkiezingen van september a.s. meebrengen. Blijkens de laatste opiniepeilingen steunen de sociaal-democraten die nu in de oppositie zitten af op een ruime overwinning. Vorige maand zegde de grootste verzekeraar van Zweden, Scandia, zijn vertrouwen in de Zweedse obligatiemarkt al op, hetgeen het wantrouwen onder beleggers verder aanwakkerde en langs die weg de Zweedse kroon verder onder druk zette. Blijkbaar zag de Riksbanken in de huidige situatie geen andere mogelijkheid dan de rente te verhogen.

Roomser dan de paus

Riksbanken voert als argument voor de renteverhoging ook de inflatie aan. In de afgelopen maanden zouden de stijgende import- en grondstofprijzen de Zweedse consumptieprijzen harder hebben opgedreven dan was voorzien. De vraag is echter of de Zweedse centrale bank daar-

De rubriek 'Financiële markten' verschijnt elke twee weken in ESB, en wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

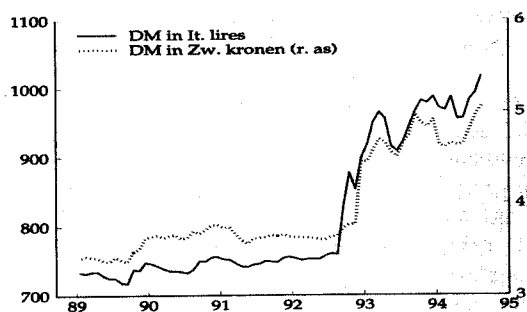
mee niet wat al te hard van stapel loopt. Als bijna-lid van de EG, en met ambitie om de munt aan de Duitse mark te koppelen, gedraagt de Riksbank zich bijna roomser dan de paus. Op geen enkel punt mag Zweden uit de pas lopen: de bank heeft de monetair teugels strak in handen en voor verdediging van de valuta is men bereid tot het uiterste te gaan (zoals ook twee jaar geleden in de EMS-crisis), verder dan veel andere centrale banken van naam en faam. De Zweedse inflatie is in de afgelopen maanden gestegen van 1,8% in maart naar 2,9% in juli. Maar dat is dan nog steeds evenveel als in Duitsland. Exclusief het effect van de in het afgelopen jaar doorgevoerde verhogingen van indirecte belastingen bedraagt de inflatie in Zweden maar 2,1% (zie figuur 2). Maar al loopt de feitelijke inflatie op, dan nog is het de vraag of monetaire verkrapping onder de huidige omstandigheden de beste oplossing is. Beter zou een budgettaire verkrapping zijn. De markten maken zich ook niet zozeer druk om de inflatie in Zweden – dan zijn er nog wel andere landen te noemen – of over een eventueel te lage Zweedse rente.

Men wacht op het moment dat de Zweedse regering, nu het herstel doorzet, een begin zal maken met het terugdringen van het overheidstekort. Misschien heeft de Zweedse centrale bank dus alleen een signaal willen geven aan het adres van de politiek: na de verkiezingen moet er worden bezuinigd of anders gaat de rente nog verder omhoog. Zo bezien kan de Zweedse centrale bank de rente ook weer verlagen op het moment dat het vertrouwen van buitenlandse beleggers in Zweden weer terugkeert, zonder dat dit de reputatie van de Zweedse centrale bank ondermijnt.

Processie van Echternach

Nog meer dan in Zweden lijkt de renteverhoging die de Italiaanse centrale bank doorvoerde ingegeven door de

Figuur 1. Koersontwikkeling van de Duitse mark tegen de Zweedse kroon en de Italiaanse lire



politieke problemen in dat land. In Italië leeft het gevaar voor een weer oplevende inflatie niet. Integendeel, dankzij de betachte loonmatiging is de inflatie in Italië ondanks de sterke waardevermindering van de lire fors naar beneden gekomen. In juli bedroeg de inflatie niet meer dan 3,6%, het laagste niveau in 25 jaar (figuur 3).

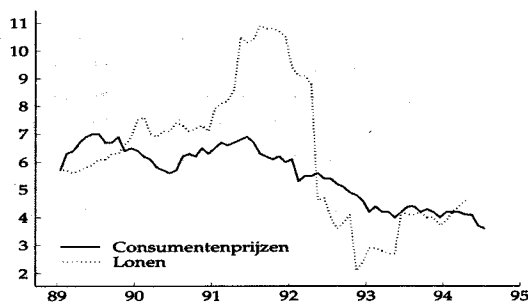
Sinds vier maanden nu wordt Italië geregeerd door de eerste naoorlogse coalitie zonder christen-democraten, een rechtse combinatie van Berlusconi's Forza Italia, Lega Nord en de Alleanza Nazionale. Maar eigenlijk is die regering tot nu toe alleen maar van het ene politieke opstootje in het andere terecht gekomen. Gezien het enorme overheidstekort (bijna 10% van het bbp) en de schrikbarende staats-schuld (meer dan 115% van het bbp) heeft welke Italiaanse regering dan ook, maar één taak: bezuinigen. Nog steeds heeft Berlusconi echter geen serieus bezuinigingsprogramma opgesteld. Nog steeds is Berlusconi het stadium van de mooie beloftes niet voorbij. En nog steeds onderscheidt hij zich daarbij in niets van vroegere christen-democratische en socialistische regeringen. Het door hem vorige maand aangekondigde bezuinigingspakket van 5.000 mld lire in 1994 en 40.000 mld lire in 1995 wacht nog op invulling. Steeds duidelijker begint zich af te tekenen dat de veranderingen in Italië volgens het schema drie stappen vooruit, twee stappen achteruit zullen voltrekken. De strubbelingen van de laatste weken waren twee – hele grote – stappen achteruit, maar geen drie. Wellicht dat de Italiaanse centrale bank met haar jongste discontoverhogingen Berlusconi ertoe kan aanzetten nu weer drie stappen voorwaarts te doen.

EMS-crisis revisited?

Met de Italiaanse lire en de Zweedse kroon kregen ook andere traditioneel zwakkere Europese munten het te verduren: de Spaanse peseta, de Deense kroon, het Ierse punt en de Belgische frank. Weliswaar trad in de afgelopen week weer herstel op. Maar toch dringt de vergelijking met de EMS-crisis van vorig jaar zich op. Was het toen een te langzame verlaging van de rente in Duitsland in combinatie met de verwachting dat daardoor de economische groei te lang onder druk zou staan die tot speculaties tegen de munten van de perifere landen in Europa leidde, nu zet de vrees dat het einde van de rente-verlagingen in Duitsland in zicht is die munten onder druk, terwijl de reële rentes zich in veel landen nog op recordhoogtes bevinden. Zweden en Italië spannen wat dat betreft de kroon: in Zweden bedraagt de reële kapitaalmarktrente nu 8%, in Italië meer dan 7%. Die torenhoge reële rente maakt de financiering van de hoge begrotingstekorten in die landen nog moeilijker dan zij toch al was. Zo doet elk punt renteverhoging het toch al omvangrijke begrotingstekort in Italië nog eens met ITL 12.000 miljard per jaar stijgen (0,8% bbp). Andere landen met een hoog begrotingstekort zijn België en Spanje. Mochten de financiële markten de komende maanden opnieuw de aanval inzetten op de zwakke munten in het EMS, dan zijn dit voor de hand liggende kandidaten. In beide landen drukten politieke onzekerheid en de zorgwekkende situatie rond de overheidsfinanciën al eerder dit jaar de waarde van de munt omlaag.

Ondertussen dreigen Zweden en Italië verstrikt te raken in een situatie waarin obligatiemarkten een steeds hogere rente vragen omdat zij zich zorgen maken over de politieke en economische situatie, maar de valutamarkten tegelijkertijd van mening zijn dat die hogere

Figuur 3. Loonstijging en inflatie in Italië



rente die landen steeds grotere problemen zal gaan opleveren. Uit deze spiraal laat zich niet zo één, twee, drie, een uitweg schetsen.

Het beste waar Zweden en Italië op kunnen hopen is een, al dan niet tijdelijke, verzwakking van de Duitse mark. Zo'n verzwakking zou zich bijvoorbeeld voor kunnen doen in de periode rond de Duitse parlementsverkiezingen in oktober. Ook een stijging van de dollar tegen het einde van het jaar kan de Duitse mark weer wat omlaag trekken. Zo'n verzwakking geeft de Zweedse en Italiaanse overheid enige lucht de noodzakelijke bezuinigingen door te voeren. De afgelopen weken is gebleken dat obligatiemarkten verwachten dat – juist nu de economische groei aantrekt – overheden hun begrotingstekorten ter hand nemen. Zweden en Italië zijn dan ook afgestraft voor hun lijdzame begrotingsbeleid. Overheden die er op vertrouwen dat het begrotingstekort vanzelf vermindert als de economische groei aantrekt, kunnen op verzet van obligatiemarkten rekenen. Die zullen er voor zorgen dat de wal het schip keert. Na een jaar van rust aan het EMS-front zouden politici bijna vergeten dat het uiteindelijk de markten zijn die bepalen welke niveaus van overheidstekorten en overheidsschuld aanvaardbaar zijn, welke landen tot het peloton behoren en wie de afvallers zijn.

Figuur 2. Stijging prijsindex gezinsconsumptie (in- en exclusief indirecte belastingen) in Zweden

