

Financiële markten

Drama in Zweden

De economische ontwikkeling die Zweden op het ogenblik doormaakt is met geen enkel ander Westeuropees land te vergelijken. Nergens was de economische recessie zo lang en zo diep als in Zweden. Tussen begin 1991 en eind 1993 zakte het bruto binnenlands produkt met in totaal vijf procent. Sindsdien is er sprake van een bescheiden economische opleving, maar deze is voor het overgrote deel terug te voeren op de explosie die zich heeft voltrokken in de exportsector. De export lag in augustus 19% hoger dan een jaar geleden, een prestatie die geen enkel ander Europees land nadoet. Tegelijkertijd steeg de werkloosheid van 1% (het laagste in Europa) naar bijna 9% nu, en veranderde de spaarquote van de gezinnen van -5% eind jaren tachtig naar 8% nu, een 'swing' van bijna 13% in zes jaar tijd!

Ondertussen voltrok zich een drama in de Zweedse overheidsfinanciën. Het begrotingsoverschot van 3% van het bbp in 1990, sloeg om in een tekort van 17% in 1993. Daar komen nog bij een bankencrisis, de weigering van grote Zweedse beleggingsinstituten afgelopen zomer om nog langer Zweedse staatsobligaties te kopen, de dreiging van ondernemingen om naar het buitenland te gaan, de bekendmaking dat het gerenommeerde kredietbeoordelingsinstituut

Moody's overweegt de huidige rating van Zweedse staatsobligaties te verlagen; bovendien was de Zweedse Riksbank in augustus de eerste centrale bank in Europa die haar tarieven verhoogde.

Wat moet je als belegger met zo'n land? Een land waar de valuta volgens koopkrachtpariteiten zo'n 20% is ondergewaardeerd, waar de aandelenbeurs de afgelopen twee jaar tot de beste van de 'niet-emerging markets' behoorde en waar de lange rente sinds het begin van dit jaar is opgelopen van 6,7% naar 11,5% op het moment van schrijven. Daarmee ligt de rente in Zweden bijna vier procent hoger dan in Duitsland en dat weer stelt de belegger voor een onmogelijke keuze. De rente in Zweden is te hoog om er niet te beleggen, maar de vooruitzichten zijn te onzeker om het wel te doen. Twee vragen zijn hierbij cruciaal. Ten eerste hoe Zweden een uitweg vindt uit de extreme onevenwichtigheid die de economie op dit moment kenmerkt. Ten tweede hoe de Zweedse regering het in vergelijking met andere probleemlanden ernstige begrotingstekort aanpakt en de vicieuze cirkel van almaar hogere rente en almaar tekortschietende bezuinigingen doorbreekt.

Super-productiviteitsstijging

Het huidige herstel van de Zweedse economie is geen normaal herstel. De onderstaande twee figuren laten in één oogopslag zien dat de groei die de Zweedse economie sinds het einde van de recessie heeft laten zien vooral te danken is aan een explosieve groei van de Zweedse uitvoer. De industriële productie is enorm gegroeid, terwijl de detailhandelsverkoop steeds ver onder het niveau van het begin van de recessie liggen.

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.

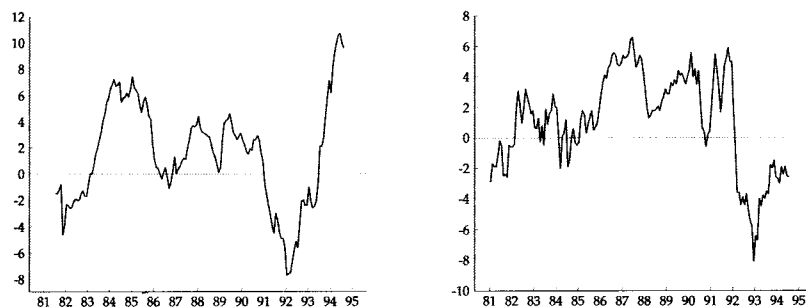
De bloei van de Zweedse industrie is in alle opzichten opmerkelijk. Een paar cijfers: in augustus lag de Zweedse export 19% hoger dan een jaar geleden; de totale orderpositie is volgens de laatste gegevens met 13% gestegen, die van de exportorders zelfs met 21%; de arbeidsproductiviteit ligt momenteel 15% hoger dan een jaar geleden; de arbeidskosten per eenheid produkt zijn het afgelopen jaar met meer dan 10% gedaald. Er is geen enkel Europees land dat deze cijfers evenaart.

Het enorme succes van de Zweedse industrie stoelt voornamelijk op drie factoren. Ten eerste leidde de daling van de Zweedse kroon met 25% in de afgelopen twee jaar tot een enorme verbetering van de Zweedse concurrentiepositie. Ten tweede verbeterden de afzetmogelijkheden van Zweedse produkten door de hoge economische groei in de wereld. In de derde plaats mogen ook de saneringen die de Zweedse industrie de laatste jaren heeft doorgevoerd niet over het hoofd worden gezien. Nergens in Europa daalde de werkgelegenheid in de industrie de afgelopen jaren zo snel als in Zweden (namelijk -28%, tegen -20% in Spanje, -18% in het VK, -16% in Duitsland, -10% in Frankrijk, -9% in Italië en -4% in Nederland). En bijna nergens ook ging onmiddellijk daarna de buitenlandse vraag zo plotseling en zo snel omhoog.

Fundamenteel onbehagen

In schril contrast met de exploderende exportsector staat de zich zeer matig ontwikkelende binnenlandse economie. De Zweedse consument wordt geplaagd door een "fundamenteel gevoel van onbehagen", zoals *NRC Handelsblad* het onlangs treffend formuleerde. En dat heeft geleid tot een inmiddels meer dan drie jaar durende stagnatie in de groei van de binnenlandse consumptie. De grote oorzaak van het onbehagen is natuurlijk de hoge werkloosheid, een pro-

Figuur 1. Industriële productie (links) en detailhandelsverkoop (rechts) in Zweden, 1980-1994, in jaarlijkse procentuele mutaties



bleem waarmee Zweden voor het eerst sinds de jaren dertig wordt geconfronteerd. Vooralsnog ziet het er niet naar uit dat de werkloosheid zal gaan dalen – zelfs niet bij een snel herstel van de binnenlandse economie. De industrie floreert, maar die sector is te klein (slechts een kwart van de totale beroepsbevolking) om de voortgaande daling van de werkgelegenheid elders in de economie te compenseren. Met name bij de Zweedse overheid, waar een derde van de beroepsbevolking werkzaam is, zullen de komende jaren nog veel ontslagen vallen. Daarnaast zullen ook de hoge rente en het bezuinigingsbeleid van de regering, dat nog maar net begonnen is, de komende jaren de groei van de binnenlandse economie blijven remmen.

Ook de investeerders in Zweden vertonen een conjunctureel a-typisch gedrag. Zij laten hun investeringsbeslissingen op dit moment meer afhangen van de vraag of de nieuwe regering haast zal maken met maatregelen ter stabilisering van de staatschuld, dan van een dreigend gebrek aan productiecapaciteit of van gunstige vooruitzichten voor de wereld economie, zoals te doen gebruikelijk is in een fase van economisch herstel. Vlak voor de verkiezingen nog riep een groep van vooraanstaande Zweedse ondernemers de nieuwe regering op om de financiële crisis van de Zweedse staat met alle mogelijke middelen te bestrijden, op straffe van een dramatisch verlies aan vertrouwen van de Zweedse ondernemers en een voortgaande kapitaalvlucht naar het buitenland.

Door de oververhitting in de exportsector zal de inflatie het komende jaar wat oplopen, maar dit wordt geremd door de zeer langzame groei van de binnenlandse economie. Voordeel van de duale groei is dus dat de inflatiestijging binnen de perken zal blijven. Op dit moment bedraagt de inflatie in Zweden 2,7%. Volgend jaar zal de inflatie ten hoogste 3,5 tot 4% bedragen.

Onoplosbare knoop

Dan is er in Zweden de welhaast onoplosbare knoop waarin de staatsfinanciën verwickeld zijn geraakt. Nu in Europa de economische groei aantrekt beginnen markten eisen te stellen op het punt van de overheidsbegroting. Van de Europese landen die

met een tekort op de begroting en een oplopende staatsschuld kampen, zijn in Zweden de problemen het grootst.

Dit jaar zal het begrotingstekort uitkomen op 113 miljard kroon, ofwel 12,5% van het bbp – een record binnen de OESO. Voor het merendeel is dit tekort structureel. Uitgaande van een hoog blijvende werkloosheid, ligt het dus niet voor de hand dat het tekort, zoals bij voorbeeld in Frankrijk, bij een aantrekkende groei vanzelf weer naar beneden gaat.

Een bijkomend probleem in Zweden is het zeer omvangrijke primaire tekort. Het primaire begrotingstekort is het totale tekort minus de rentelasten. Door dit te vergelijken met de reële rente minus de groei van het bbp kan worden afgelezen onder welke voorwaarden er sprake zal zijn van een stijging, daling dan wel stabilisatie van de staatsschuldquote. In vergelijking met andere landen met een omvangrijk begrotingsprobleem is de situatie in Zweden het meest somber.

Volgens bovenstaande berekening (tabel 1) moet Zweden een primair begrotingsoverschot hebben ter hoogte van 1,8% van het bbp om de staatschuld te stabiliseren. Dit staat in schril contrast met het primaire tekort ter grootte van 7,1% van het bbp dat Zweden volgens raming van de OESO in 1995 op de begroting zal hebben. Ter vergelijking, de staatschuld is in een land als België veel omvangrijker, maar stabilisatie van de schuld ligt in dat land veel makkelijker binnen bereik dan in Zweden.

Stabilisatie van de schuldquote is alleen mogelijk door zeer grote bezuinigingen of een aanzienlijke daling van de rente. Het een hangt uiteraard met het ander samen: hoe langer de regering wacht met bezuinigen, hoe hoger de reële rente. Afgelopen week presenteerde de Zweedse regering een aanvullende begroting ter hoogte van 113,4 miljard kroon. Deze bezuinigingen komen nog bovenop het 51 miljard kroon tellende bezuinigingsplan dat de sociaal-democratische partij voor de verkiezingen presenteerde. Als het plan werkelijk wordt

Tabel 1. Houdbaarheid van de overheidsfinanciën in vier 'probleemlanden' (in % van bbp)

	België	Canada	Italië	Zweden
A. Reële rente minus groei bbp ^a	3,6	3,0	6,6	4,9
B. Netto staatsschuld ^b	131,5	64,9	119,4	37,4
C. Primair overschot nodig voor stabilisatie staatsschuld (AxB)	4,7	1,9	7,9	1,8
D. Primair saldo ^b	3,9	0,7	1,0	-7,1
E. Begrotingsgat (D-C)	0,8	1,2	6,9	8,9

a. Berekend als niveau van de huidige lange rente (9 november 1994) minus voorspelling OESO voor bbp-deflator en bbp-groei in 1995.

b. Voorspellingen OESO voor 1995.

uitgevoerd zal de regering het tekort met 7,0% van het bbp terugdringen.

Nadere bestudering van de voorstellen leert echter dat zij mede gebaseerd zijn op zeer optimistische verwachtingen over de vijfjarige rente van 7,0% in 1989. Momenteel ligt deze rente op 10,5% en de algemene verwachting is dat daar de komende jaren niet erg veel vanaf zal gaan – zeker geen daling tot 7%. Eerder zal de lange rente rond de 10% blijven schommelen. Daarnaast zal de regering nog grote moeite krijgen om alle maatregelen door het parlement te laten goedkeuren. Een probleem is verder dat men er met één ronde van forse bezuinigingen niet komt. Zweden is eigenlijk te laat begonnen met bezuinigen. De situatie is al gedestabiliseerd, en het is zeer moeilijk een nieuw evenwicht te vinden. De ervaring in andere landen leert dat daar jaren over heen kunnen gaan. De vraag is hoe lang de regering het elan waarmee zij nu is begonnen, kan volhouden. Ook de financiële markten schijnen er niet veel vertrouwen in te hebben, getuige de aanhoudend hoge rente van het moment.

Het referendum over aansluiting bij de Europese Unie, had de afgelopen week een kleine 'ja' tot resultaat. Maar dit is slechts de eerste hindernis die de nieuwe regering heeft genomen. De komende jaren ziet de Zweedse bevolking zich geconfronteerd met een zeer sterk bezuinigende overheid, een hoge rente, weinig ruimte voor groei van de binnenlandse consumptie en aldus een stagnatie van de levensstandaard. Voor beleggers blijft Zweden een gevaarlijke markt.

Brigitte Slot