

Markten strenger dan Maastricht

Naarmate het herstel vordert, komen de verschillen tussen Europese landen scherper aan het licht. In Duitsland en de landen daaromheen komt het economische herstel krachtig van de grond, maar blijft de inflatie – ondanks de oplevende economie – beperkt. De vooruitzichten voor enkele andere Europese landen zijn echter allerminst rooskleurig. Zo loopt in Zweden, Spanje en Italië, waar het herstel eerder begon en waarvan de valuta's de afgelopen twee jaar fors in waarde zijn gedaald, de inflatie al weer op. Voorts kampen deze landen met veel ernstiger begrotingstekorten dan de 'harde kern'. Ook – en dat is voor 1995 veel belangrijker – is de politieke wil en het maatschappelijke draagvlak om de nodige maatregelen te nemen veel kleiner dan in Duitsland of Nederland. Een laatste punt is dat bijna al deze landen nog steeds zeer vastbesloten zijn aan het Europa van de hoogste snelheid mee te doen. Zodra de mogelijkheid zich voordoet, proberen ze dat ook te laten zien. Zweden probeerde bij voorbeeld in de afgelopen weken de positie van de kroon tegen beter weten in te verdedigen. Maar die pogingen lijken steeds vruchtelozer.

Tabel 1. Volumegroei van de industriële productie en detailhandelsverkoop in enkele Europese landen (% juni 1994)

	Industriële productie	Detailhandelsverkoop
Duitsland	7,5	-0,3
Frankrijk	3,1	0,0
Nederland	3,0	2,8
Italië	5,3	-0,7
Spanje	7,3	-1,5
Zweden	9,8	-0,4
Denemarken	12,4	6,7

Als de rente in Duitsland langer hoog blijft zullen obligatiebeleggers die, op zoek naar hoge rendementen, het afgelopen jaar juist de grenzen van Europa hebben opgezocht, het steeds moeilijker krijgen. Gevreesd moet worden dat de munten van landen in de periferie, zoals Zweden, Italië, Spanje en Portugal verder onder druk komen te staan. Het Europa van de twee snelheden zou daarmee tegen de wil van de politiek in, al snel een feit kunnen worden.

Inflatiedruk in Spanje, Zweden, en Italië

In bijna alle Europese landen is er een betrekkelijk snelle groei van de industriële productie en van de exporten, en blijft de ontwikkeling van de binnenlandse consumptie daarbij achter. In Zweden, Spanje en Italië is dit in extreme mate het geval (tabel 1).

Deze onevenwichtigheid is in belangrijke mate in de hand gewerkt door de forse devaluaties van de munten van deze landen in de afgelopen twee jaar. Het is daarom niet verwonderlijk dat deze landen als eerste in Europa tekenen vertonen van een oplopende inflatie. Niettegenstaande een gematigde ontwikkeling van de lonen zien we nu al dat de groei van de exportindustrie, in combinatie met de veel hogere importprijzen in Spanje en Zweden, heeft geleid tot een sterke stijging van de producentenprijzen tot pre-recessie niveau (figuur 1). De hogere inflatie zou in 1995 voor de centrale banken in Spanje, Italië, Zweden en Portugal een reden kunnen zijn, of op zijn minst een excuus om de rente sneller en eerder dan in Duitsland te verhogen.

In kernlanden zoals Duitsland en Nederland, heeft de sterke valuta daarentegen een disciplinerende werking: ondernemingen zijn gedwongen goed op de prijzen te letten op straffe van een verlies van de concurrentiepositie. Omdat deze landen bovendien kunnen profiteren van een zwakke dollar, hebben ze ook in veel mindere mate last van de sterke stijging van de grondstoffenprijzen.

In Denemarken is de situatie nog anders. Denemarken maakt deel uit van de harde kern. Opvallend in Denemarken is juist de enorm snelle groei van de binnenlandse consumptie (+6,7% op dit moment) die mede het resultaat was van de belastingver-

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.

laging vorig jaar. Dit zal onvermijdelijk leiden tot een hoge inflatie.

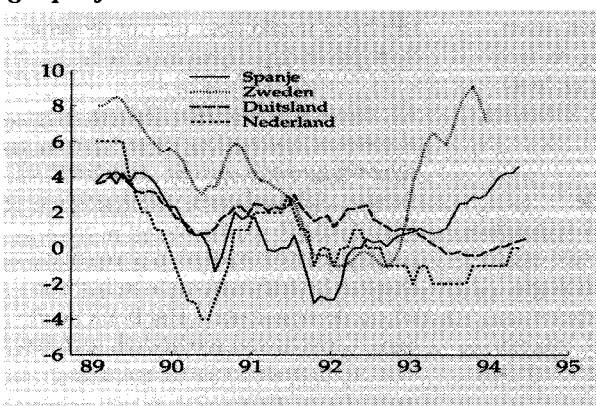
Begrotingssituatie zorgt voor nieuwe deling in Europa

Nu het herstel vordert, voltrekt zich in de perceptie van de financiële markten ook een nieuwe deling in Europa. Naast landen als Nederland en Ierland, met een laag begrotingstekort, zijn er twee categorieën 'veilige' begrotingslanden. Een groep landen met een hoog begrotingstekort maar een regering die vast van plan is daar wat aan te doen, en waarvan de markten bovendien denken dat ze daarin zullen slagen (het Verenigd Koninkrijk, Duitsland). Een tweede groep bestaat uit landen met een hoog tekort, maar met een lage staatsschuld en die daarom van de financiële markten het voordeel van de twijfel krijgen (Frankrijk, Denemarken).

Aan de andere kant van het spectrum vinden we landen als Zweden, Italië, België en Spanje die politieke instabiliteit koppelen aan hoge begrotingstekorten, hoge staatsschuld en daarbij ook nog eens kampen met omvangrijke werkloosheid. Een onmogelijke situatie die door de financiële markten de afgelopen maanden ook als zodanig is herkend, waardoor bij voorbeeld Italië en Zweden zich de afgelopen maanden genoodzaakt zagen hun valuta te verdedigen met hogere rentes. Als die landen de komende twaalf maanden op dezelfde weg doorgaan, moet worden gevreesd voor een verdere waardevermindering van hun munt. De vraag is ook of er met de hoge reële kapitaalmarktrentes waarmee de financiële markten de perifere landen inmiddels hebben opgezadeld, de omvangrijke werkloosheid en de omvangrijke tekorten, nog wel een fase van hoogconjunctuur bereikt kan worden. In Zweden bij voorbeeld vrezen sommigen op dit moment al voor een 'double dip'.

Ondanks alles zijn deze landen nog steeds van plan aan het Europa

Figuur 1. Producentenprijsstijging in Spanje, Zweden, Nederland en Duitsland, procentuele veranderingen per jaar



van de hoogste snelheid mee te doen. Het is de vraag of dat reëel is. Hoe paradoxaal het ook mag klinken, in een periode van recessie is dat makkelijker dan in een periode van mondiale hoogconjunctuur. Immers, in een recessie is overal de inflatie laag en loopt overal het overheidstekort op. Het komende jaar zal blijken wat de echte kernlanden zijn: de landen die erin slagen hun overheidsfinanciën onder controle te brengen, de inflatie te bedwingen en de werkloosheid te bestrijden. Op al deze drie punten moet voor Spanje, Zweden en Italië worden gevreesd. Indien ze volharden in hun Europese ambities zal dat leiden tot een aanhoudende periode van bijzonder hoge reële rentes of een verdere depreciatie van hun munt.

België is een twijfelgeval. Aan de ene kant staat de ook volgend jaar waarschijnlijk nog weinig rooskleurige situatie van de overheidsfinanciën. Dat houdt de Belgische frank kwetsbaar. Aan de andere kant lijken de Belgische monetaire autoriteiten vastbesloten een substantiële koersdaling van de Belgische frank te voorkomen.

Het zou wel eens kunnen zijn dat de financiële markten het eerstkomende jaar strenger zullen zijn dan 'Maastrecht'. De landen uit het tweede echelon krijgen grote problemen als het optimisme over de rentedaling in Duitsland niet gerechtvaardigd blijkt, of als die landen het vertrouwen van de financiële markten niet hebben weten te winnen op het moment dat de rente in Duitsland definitief de weg omhoog inslaat. De onmogelijk hoge rentes waarmee de financiële markten hen zullen opscheppen, zullen regeringen voor een keuze stel-

len die doet denken aan die van het Verenigd Koninkrijk in 1992: de Europese monetaire integratie opschorten en eerst de problemen in eigen land oplossen, of doormodderen met lage groei en hoge rentes. Het Europa van de twee snelheden zou daarmee sneller dan de politiek wil, al een feit kunnen worden.

Frankrijk behoort tot de harde kern

Twijfels over de vraag of Frankrijk tot de kernlanden behoort, zijn niet meer terecht. De inflatie bevindt zich rond de 1,7%, niet een niveau om je druk over te maken. De onderbezetting van de Franse economie bedraagt op dit moment 4,5% van het bbp, dit is de grootste 'output gap' in vijftien jaar.

Het Franse begrotingstekort mag evenmin een werkelijke probleem zijn voor de obligatiemarkt, ook al lijkt dat op het eerste gezicht wel het geval. Immers, het tekort van de Franse overheid is hoog, hoger ook dan in Duitsland (tabel 2). Bovendien wordt de voortvarendheid waarmee de Duitse regering nu al van plan is het tekort te beteugelen, door bijna geen enkel ander Europees land nagedaan. En zeker niet door Frankrijk waar in aanloop tot de presidentsverkiezingen andere problemen de aandacht opeisen. Toch hoeft het Franse begrotingstekort wellicht niet zo gevaarlijk te zijn als het lijkt. Volgens berekeningen van de OESO komt het merendeel van het begrotingstekort voort uit de slechte conjunctuur. Daarnaast scoort Frankrijk zowel bij de rentelasten als de staats-schuld beter dan Duitsland. Tot slot valt het ook met de te pas en te onpas genoemde politieke onzekerheid in Frankrijk waarschijnlijk wel mee. On-

danks de natuurlijke tegenstellingen heeft de Frans-Duitse as bewezen de afgelopen jaren steeds sterker uit de vele politieke stormen tevoorschijn te kunnen komen. Al is niet bekend wie Mitterrand op zal volgen, wel is duidelijk wat hem te doen staat: het oplossen van de hoge werkloosheid en het aanpassen van een te genereus stelsel van sociale zekerheid. Wij denken dat de Franse obligatiemarkt het komende jaar het spoor van de Duitse zal kunnen blijven volgen.

Respijt

Een daling van de kapitaalmarktrente in Duitsland zou de landen in de periferie nog enig respijt kunnen geven. Sinds de rente in Duitsland stijgt, var af het begin van dit jaar, hebben beleggers op de obligatiemarkten v2 de kernlanden (Duitsland, Nederland) gemiddeld hogere opbrengsten kunnen behalen dan in de landen in de periferie. Maar in 1993, toen de rente in Duitsland sterk daalde, was dat precies omgekeerd. Toen deden de obligatiemarkten van Zweden, Italië en Spanje het relatief beter. Het ligt dus voor de hand te veronderstellen dat als de rente in Duitsland weer gaat dalen, de perifere landen een deel van hun verlies op Duitsland weer zouden kunnen goedmaken. In een omgeving van dalende rentes zullen de obligatiemarkten van landen met een hoog overheidstekort en een grote staatsschuld wellicht op een welwillender behandeling van financiële markten kunnen rekenen.

Brigitte Slot Leendert Meijaard

Tabel 2. Overheidstekort en overheidsschuld in enkele Europese landen, % bbp

	Overheidstekort		Overheidsschuld	
	1994	1995	1994	1995
Verenigd Koninkrijk	6,4	4,3	50,5	52,3
Duitsland (incl. Treuhand)	5,3	3,2	53,7	64,3
Frankrijk	5,9	5,2	57,2	60,6
Nederland	3,9	3,7	80,9	81,7
België	5,8	4,7	146,3	144,8
Denemarken	4,3	3,2	68,5	69,6
Italië	9,7	8,6	118,3	120,7
Spanje	7,1	5,9	64,2	67,4
Zweden	10,7	9,5	92,9	100,8

Bron: OESO, *Economic Outlook*, juni 1994.