

Zweden voor de monetaire vuurproef

C.A.M. Biemans*

De Zweedse regering heeft ondubbelzinnig gekozen voor toetreding tot het EMS en de EG. Daartoe is de Zweedse kroon gekoppeld aan de ecu. Om deze koppeling tijdens de valutarische spanningen van de afgelopen periode te kunnen handhaven, moest de Zweedse rente tot extreme hoogten worden opgevoerd. Bovendien zijn draconische bezuinigingsmaatregelen aangekondigd. De vooruitzichten voor de Zweedse economie zijn zeer ongunstig. Het is de vraag of een devaluatie van de kroon niet zou kunnen helpen om de aanpassing gemakkelijker te doen verlopen.

Niet alleen in het EMS, maar ook in Scandinavië heeft in de afgelopen weken de nodige valutarische onrust gewoed. Voor de tweede maal in een jaar tijd moest de Finse mark ten gevolge van speculatie de koppeling aan de ecu loslaten. Zweden daarentegen heeft zijn kroon tot dusver voor een devaluatie kunnen behoeden door een combinatie van vastberadenheid en drastische rentemaatregelen van de Riksbank en door rigoureuze bezuinigingsplannen van de regering. Noorwegen is door de betere macro-economische situatie relatief buiten schot gebleven. In dit artikel zal nader worden ingegaan op de huidige economische situatie in Zweden. Wat betekenen de koersdalingen van de munten van belangrijke afzetgebieden als Finland en Groot-Brittannië voor de economische vooruitzichten van Zweden? Kan dit land, samen met Noorwegen, wel de koppeling van de munt aan de ecu handhaven?

Economische politiek

De Zweedse recessie, de zwaarste sinds de jaren twintig, werd ingeluid in de herfst van 1990. Het langdurig kunstmatig handhaven van volledige werkgelegenheid had ertoe geleid, dat het aandeel van de publieke uitgaven in het bbp eind jaren tachtig was opgelopen tot het hoogste niveau in de OESO. De te zwaar geworden sociale lasten, een te hoge belastingdruk en te veel staatsbemoedienissen luiden, in combinatie met het inzakken van de internationale conjunctuur, het einde van het 'Zweedse model' in¹.

Tegelijkertijd werd eind jaren tachtig een drastische wijziging in het beleid doorgevoerd. Bang om de toegang tot de interne EG-markt te missen en geïsoleerd achter de Oostzee achter te blijven, kondigde de toenmalige sociaal-democratische regering aan het lidmaatschap van de EG te zullen aanvragen. Dit geschiedde in juli 1991. Het officiële streven naar volledige werkgelegenheid werd opgegeven en ingeruild voor een anti-inflatiebeleid. In mei 1991 werd de Zweedse kroon gekoppeld aan de ecu. Aan het einde van dat jaar werd het akkoord gesloten over de EER, de Europese Economische

Ruimte. Dank zij dit akkoord zal Zweden, net als de andere leden van de Europese Vrijhandels Associatie, vanaf 1993 toegang hebben tot de interne EG-markt.

Inmiddels was al wel sprake van een geheel nieuwe politieke constellatie. De op 15 september 1991 gehouden algemene verkiezingen hadden namelijk tot een duidelijke verschuiving van links naar rechts in het Zweedse politieke spectrum geleid. Voor het eerst sinds de jaren dertig maken de sociaal-democraten geen deel meer uit van de regering. In de huidige coalitie zetelen de conservatieven, de liberalen, de centrumpartij en de christen-democraten, die samen 170 van de 349 parlamentszetels in de Riksdag innemen. De nieuwe premier van de zo ontstane centrum-rechtse minderheidscoalitie, de 43-jarige conservatief Carl Bildt, wil Zweden in snel tempo 'Europeaniseren'. Zijn liberaal hervormingsprogramma, *A new start for Sweden*, voorziet in een verlaging van de belastingdruk, vermindering van de staatsbemoedienissen in de industrie, verbetering van de Zweedse werkethiek en aanmoediging van het particuliere initiatief. Dit middellange-termijnbeleid moet Zweden klaarstomen voor de EER en op termijn voor de EG.

Problemen in de financiële sector

De oorzaak van de huidige economische problemen is voor een belangrijk deel terug te voeren op de de-reguleringsmaatregelen, die halverwege de jaren tachtig werden genomen op het terrein van het bank- en verzekeringswezen. Deze hadden tot gevolg dat tussen financiële instellingen een ware strijd ontbrandde bij het veroveren van marktaandelen. De hieruit volgende kredietexpansie, zo'n 20 tot 30% per jaar, leid-

* De auteur is werkzaam bij de activiteit Internationaal Onderzoek, onderdeel van de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1. Zie R. Leering en B. Leeftink, Het einde van het Zweedse model, *ESB*, 25 maart 1992, blz. 297-301.

	1990	1991	1992 ^a	1993 ^a
Procentuele mutaties (volume)				
Bruto binnenlands produkt	0,5	-1,2	-1,5	-1,5
Particuliere consumptie	-0,2	1,2	-2	-3
Bedrijfsinvesteringen	-1,7	-7,3	-9	-8
Uitvoer	2,0	-2	-1	3
Invoer	1,2	-7	-2	-2
Niveaus				
Inflatie (%)	9,7	10,2	2	2,5
Werkloosheid (%)	1,5	2,7	6,5	9
Lopende rekening (\$ mrd)	-6,4	-2,2	-1	0
idem (% bbp)	-2,5	-1	0	0
Overheidssaldo ^b (% bbp)	4,1	-1,5	-4,5	-10
Bruto overheidsschuld (% bbp)	44	48	56	64

a. Ramingen.

b. Het begrotingsjaar in Zweden begint op 1 juli. In de tabel staat het overheidssaldo van het begrotingsjaar vermeld in de kolom waarin het begrotingsjaar eindigt.

Bron: OESO.

Tabel 1.
Economische kerncijfers Zweden, 1990-1993

de tot een hoge prijsstijging in de onroerend-goedsector en een forse toename van de particuliere consumptie. Hoge inflatie, negatieve reële rentevoeten en hoge marginale belastingen maakten het aangaan van leningen in de beschermde binnenlandse markt aantrekkelijk. Diverse financiële instellingen stortten zich in veelbelovende, maar onbekende gebieden als commercieel onroerend goed en aandelen. In de periode 1987-1990 kende Zweden zelfs een negatieve gezinsspaarquote². De uitgaven van huishoudens overschreden het besteedbare inkomen. In 1991 keerde Zweden terug naar een positieve spaarquote; sindsdien stijgt deze snel.

In het nieuwe beleid werden de marginale belastingtarieven verlaagd en de renteaftrek omlaag gebracht. Tevens daalde de inflatie scherp tot 2%. Het handhaven van de vaste wisselkoers aan de ecu vergde hoge rentetarieven. De 'property-bubble' barstte door dit alles uiteen en huiseigenaren en banken zagen hun hypothecaire onderpand scherp in waarde dalen. Op veel plaatsen zijn de prijzen van onroerend goed gehalveerd. Banken, verzekeraars en andere financiële instellingen zien zich nu geconfronteerd met een sterke toename van het aantal oninbare kredieten. De kredietverliezen van het Zweedse bankwezen als totaal namen toe van Zw.kr. 3 miljard in 1989 tot ruim Zw.kr. 36 miljard in 1991 (2,5% van het totaal uitstaande bedrag aan leningen). De prijsdaling van onroerend goed zorgde voor 80% van het verlies, dat vooral geconcentreerd is bij de tweedeklas instellingen in de financiële sector. Voor de komende vijf jaar worden kredietverliezen verwacht van in totaal Zw.kr. 90 miljard³.

Overheidsfinanciën

De verliezen in het bankwezen hebben ertoe geleid dat de Zweedse overheid, net als die in Noorwegen en Finland, steeds meer reserveringen moet treffen voor steun aan verlieslijdende financiële instellingen. De Zweedse regering heeft onlangs verklaard het financiële stelsel door middel van wettelijke garanties te zullen waarborgen⁴. Dit valt samen met een situatie waarin lagere belastingtarieven en dalende opbrengsten uit winstbelasting, de

overheidsfinanciën reeds in snel tempo doen verslechteren.

De overheidsuitgaven nemen bovendien toe door hogere werkloosheidsuitgaven en een stijgende schuldendienst. De werkloosheid bedroeg in augustus jl. 260.000 personen, 5,8% van de beroepsbevolking, tegen 3,1% een jaar geleden. In de industrie en met name in de bouwnijverheid bedraagt de werkloosheid al meer dan 10%. Voor een land, dat niet gewend is aan dit fenomeen, is dit ongekend hoog en een naoorlogs record. Daarnaast is ruim 4% van de beroepsbevolking opgenomen in sociale tewerkstellingsprogramma's. Bij 'normale' meetnormen zou dit een werkloosheid van boven de 10% betekenen.

De laatste officiële schatting van het overheidstekort voor het begrotingsjaar 1992/93, dat is begonnen op 1 juli jl., bedroeg Zw.kr. 102 miljard. Diverse analisten verwachten echter dat het Zweedse overheidstekort dit begrotingsjaar op wel Zw.kr. 150 miljard (10% bbp) kan uitkomen, tegen Zw.kr. 68 miljard in fiscaal 1991-92 en begrotingsoverschotten eind jaren tachtig⁵.

De onrust in het EMS rondom het Franse referendum over 'Maastricht', de devaluatie van de Finse mark en de snel verslechterende overheidsfinanciën, zorgden voor een sterke devaluatiedruk op de Zweedse kroon. Dit noopte de Zweedse regering, met (verrassende) instemming van de sociaal-democratische oppositiepartij, tot het nemen van de omvangrijkste bezuinigingsplannen in de Zweedse geschiedenis. Na een eerder (op 14 september) aangekondigde bezuiniging van Zw.kr. 20 miljard op het sociale-zekerheidsstelsel, zijn nog twee andere crisispakketten afgekondigd.

Het eerste pakket behelst bezuinigingsmaatregelen en belastingverhogingen van in totaal Zw.kr. 28 miljard (2% bbp) in 1993, oplopend tot Zw.kr. 45 miljard in 1997. Hierdoor moet het structurele deel van het overheidstekort, ongeveer de helft van het totaal, fors worden teruggedrongen. Dit structurele tekort is ontstaan door belastingverlagingen, die onvoldoende zijn gecompenseerd aan de uitgavenzijde. In dit plan worden de kinderbijslag en de uitkeringen bevroren, de pensioengerechtigde leeftijd verhoogd van 65 tot 66 jaar, huursubsidies vermindert en de uitkering bij ziekte verlaagd. Naast het ongedaan maken van aangekondigde verdere belastingverlagingen (en campagnebeloften!) zullen enkele accijnzen worden verhoogd. In ruil voor instem-

2. Overigens hebben ook Noorwegen en Finland een periode met een negatieve spaarquote gekend.

3. Sveriges Riksbank, Bank results in Sweden and other nordic countries, *Quarterly Review*, 1992, nr. 2. Bedroegen de kredietverliezen bij de twee grootste banken, Svenska Handelsbanken en SE-banken, in 1991 iets meer dan 1% van de uitzettingen, over de eerste acht maanden van 1992 waren de kredietverliezen van Svenska Handelsbanken reeds opgelopen tot 2,1% van de leningportefeuille.

4. De kosten van het reddingsplan zijn niet bekend gemaakt. Zie: Sweden acts to shore up shaky financial system, *Financial Times*, 25 september 1992. Zweden is een van de weinige OESO-landen waar geen collectieve garantieregeling voor bancaire spaartegoeden geldt.

5. Om een indicatie te geven over het tempo waarin de verslechtering zich voltrekt: de OESO voorzag in haar jongste Outlook (juni 1992) nog een werkloosheid van 5,2% en een begrotingstekort van 4,8% in 1993.

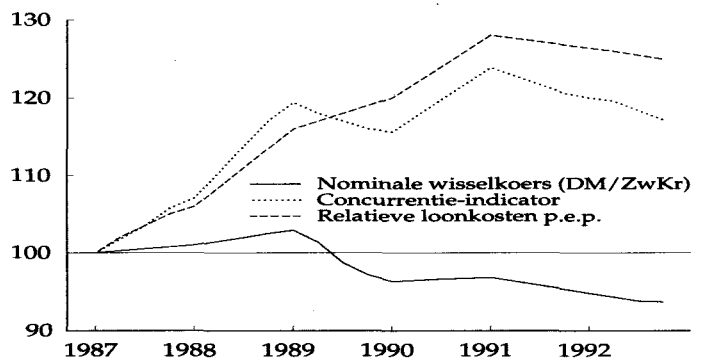
ming met het omvangrijke bezuinigingspakket, kregen de sociaal-democraten de toezegging van de regering de werkgelegenheidsprogramma's uit te breiden met 112.000 personen, 2,5% van de beroepsbevolking.

Het tweede pakket behelst een budgettair neutrale lastenverschuiving ten koste van consumenten, en voorziet onder andere in loonmatiging en een btw-verhoging. Deze maatregelen, die kunnen worden gezien als een soort 'interne devaluatie', moeten resulteren in hogere winstmarges en een nog iets lagere inflatie.

Hoewel deze plannen de toename van het overheidstekort zullen afremmen, werken de sterke vermindering van de overheidsuitgaven en de belastingverhogingen negatief uit op de (toch al) zwakke binnenlandse economie en de snel stijgende werkloosheid. Volgens recente berekeningen zal het netto beschikbaar inkomen van de Zweedse consumenten in 1993 met 2 à 3% afnemen⁶. De economische groei kan hierdoor in 1993 opnieuw negatief uitkomen. De overheidstekorten in 1992 en de jaren daarna zullen leiden tot een forse stijging van de staatsschuld en de rentebetalingen. De Zweedse bruto staatsschuld (ultimo 1991 Zw.kr. 693 miljard, 48% bbp) zal de komende jaren, gezien de verwachte overheidstekorten, fors toenemen. Hierdoor zal de bruto staatsschuldquote reeds eind 1993 zijn gestegen tot meer dan 60%⁷. Zowel wat betreft het begrotingstekort als de staatsschuld zal Zweden dan niet meer voldoen aan de in Maast-richt afgesproken EMU-normen, voor zover deze tegen die tijd überhaupt nog relevant zijn.

Externe positie

Een opleving van de Zweedse economie zal, vanwege de zwakke binnenlandse economische ontwikkeling, vooral van de externe sector moeten komen. Sinds 1989 is het uitvoervolume echter nauwelijks toegenomen, waarmee de Zweedse exportprestatie belangrijk achterblijft bij de groei van de uitvoermarkten zelf⁸. In de eerste plaats is de zwakke uitvoerprestatie het gevolg van een matige buitenlandse vraag. Afgezien van Zweden's belangrijkste exportmarkt, Duitsland (aandeel in de export in 1991 15,2%), daalde de afzet op de andere voornaamste markten: VK (9,3%), VS (8,0%) en Noorwegen, Finland en Denemarken (samen 21,1%). In de tweede plaats is de exportdaling voor een belangrijk deel terug te voeren op het exportpakket van Zweden. De uitvoer bestaat namelijk vooral uit conjunctuurgevoelige goederen zoals pulp en papier (14%), auto's (13%) en investeringsgoederen. Ten slotte is de verminderde uitvoerprestatie terug te voeren op een verslechterde concurrentiepositie. De Zweedse arbeidsmarkt kwam tijdens de hoogconjunctuur eind jaren tachtig onder toenemende druk, hetgeen leidde tot een oplopende looninflatie. De vooruitzichten voor de Zweedse uitvoer zijn aanzienlijk slechter dan die voor de wereldhandel als geheel, omdat de voor Zweden belangrijkste afzetmarkten nog een teleurstellende ontwikkeling vertonen. Dank zij een invoerdaling in 1991 is aan de geleidelijke verslechtering van de externe positie sinds het midden van de jaren tachtig echter wel een einde gekomen. De meest recente valutamarktontwikkelingen hebben de Zweedse concurrentiepositie evenwel weer aanzienlijk ondermijnd.



Van valutamand naar ecu-koppeling

In het verleden was de Zweedse kroon (net als de Noorse kroon en de Finse mark) gekoppeld aan een valutamandje, dat een weerspiegeling vormde van de handelsrelaties. De waarde van de valutamand werd (na een devaluatie) in 1977 op 100 geïndexeerd. Na een devaluatie van de Zweedse kroon van 10% in september 1981 en een devaluatie van 16% in oktober 1982, kwam de nieuwe index ten opzichte van deze mand op 132. Het monetaire beleid was gericht op effectieve wisselkoersstabiliteit. Vanaf 1982 tot aan de ecu-koppeling werd de index gehandhaafd op 132. Bij de koppeling van de Zweedse kroon aan de ecu op 17 mei 1991 werd de spilkoers ten opzichte van de ecu (Zw.kr./ecu = 7,40054), zodanig gekozen dat op dat moment de waarde van de oude index op 132 gehandhaafd bleef. De effectieve wisselkoers ten opzichte van buitenlandse valuta's veranderde daardoor ten tijde van de beleidsommezwaai niet. De fluctuatiemarge van 1,5% van de Zweedse munt ten opzichte de oude index werd tegenover de ecu gehandhaafd. De EMS-munten hadden reeds een grote invloed op de Zweedse kroon, omdat de EMS-landen de voornaamste handelspartners vormen voor Zweden. Het directe aandeel van de EMS-munten in de oude valutamand bedroeg ten tijde van de ecu-koppeling 54,9%. Omdat de Noorse kroon en de Finse mark eveneens van elkaars valutamand deel uitmaakten en ook enkele andere munten in de valutamand een sterk parallelle koersontwikkeling met de EMS-munten kenden, kwam, inclusief de indirecte aandelen, het totale aandeel van EMS-valuta's op 68,5%. De invloed van de Amerikaanse dollar (officieel gewicht in de oude valutamand 21%) werd door de ecu-koppeling geëlimineerd⁹. Het gezamenlijke gewicht van de Duitse mark en de Franse frank nam toe van 22,3%

Figuur 1. Wisselkoers en relatieve loonkostenontwikkeling t.o.v. Duitsland

6. Svenska Handelsbanken, *Actuell Ekonomi*, 29 september. Ook de Confederation of Swedish Industries geeft soortgelijke voorspellingen. In 1990 en 1991 steeg de koopkracht nog met gemiddeld 3,5%.

7. Bron: Sveriges Riksbank. De netto staatsschuld van de Scandinavische landen behoort echter tot de laagste ter wereld. Noorwegen en (tot voor kort) Zweden hebben zelfs een netto tegoed.

8. Uitgezonderd Noorwegen en Finland. OESO, *Economic Survey Sweden*, 1991/92, blz. 22.

9. De Amerikaanse dollar was dubbel gewogen opgenomen in de Zweedse valutamand, vanwege het grote aandeel van de dollar in de buitenlandse handel.

tot 49,4%¹⁰. Met de koppeling aan de ecu is de Zweedse kroon dus nog steeds gekoppeld aan een valutamand, zij het dat deze minder de relatieve handelsaandelen weerspiegelt.

Ecu-koppeling

Zweden koppelde zijn valuta aan de ecu met het oog op de verdere economische en monetaire integratie met de EG. Noorwegen (oktober 1990) was Zweden hierin voorafgegaan en werd in juni 1991 snel gevolgd door Finland¹¹. De eenzijdige koppeling aan de ecu kan worden gezien als een eerste stap op weg naar een gewenste volledige deelname aan het wisselkoersmechanisme van het Europese Monetaire Stelsel. Het 'eenzijdige' van de koppeling impliceert dat de EMS-landen geen verplichting hebben om te interveniëren als een aan de ecu gekoppelde valuta buiten de bandbreedte dreigt te komen. Tevens houdt dit in dat de Zweedse autoriteiten geen toestemming van de EMS-landen nodig hebben om de pariteit ten opzichte van de ecu te veranderen.

Om de ecu-koppeling te versterken hebben de Scandinavische centrale banken het afgelopen jaar wel bilaterale afspraken gemaakt met diverse centrale banken van EMS- en EVA-landen. Door middel van 'swap'-akkoorden kunnen zij nu, in tijden van wisselkoersinstabiliteit, tijdelijk krediet opnemen ter verdediging van hun valuta. Voor Finland heeft dit echter niet mogen baten. Dit land moest op 8 september jl. de ecu-koppeling loslaten en laat de markt voorlopig zweven. De Zweedse centrale bank kon de kroon alleen overeind houden door draconische renteverhogingen door te voeren (daggeldrente tot 500%) en de interventiekas, met behulp van buitenlandse leningen, voor enkele tientallen miljarden ecu's te spekken.

Ten gevolge van de ecu-koppeling is de koers van de Scandinavische valuta's ten opzichte van de gulden gevoelig geworden voor een waardeverandering van iedere munt waaruit de ecu is samengesteld (dit zijn de valuta's van de huidige EMS-landen, de voormalige EMS-valuta's lire en pond sterling plus de Griekse drachme). Zo betekenden de val van de Italiaanse lire en het Britse pond en de devaluatie van de Spaanse peseta een stevige waardevermindering van de ecu. Door de vaste koppeling aan de ecu zijn de Zweedse en de Noorse kroon met enkele procenten in waarde gedaald ten opzichte van de niet-gedevalueerde EMS-valuta's, zoals de Duitse mark en de gulden¹². De verwachting dat een of meerdere EMS-valuta's zullen devalueren, kan voor marktparticipanten dus reeds aanleiding zijn voor kapitaalvlucht uit de Scandinavische munten in de sterke EMS-valuta's. Deze 'EMS-factor' vormt echter in mindere mate een verklaring voor de opgetreden kapitaalvlucht dan de interne economische problemen van deze landen. Overigens is de stabiliteit van de Scandinavische munten ten opzichte van de gulden wel toegenomen, omdat de dollar-invloed door de ecu-koppeling is geëlimineerd.

Alsnog devaluatie Zweedse kroon?

Een devaluatie van de Zweedse kroon kon in september jl. nog worden voorkomen door een record-daggeldrente van 500% en de hechte eensgezind-

heid en vastberadenheid die bestond onder zowel de regering als de oppositie en de industrie. Het zal voor de Zweedse autoriteiten echter moeilijk blijven de markt ervan te overtuigen, dat de huidige ecu-pariteit een realistische is. Anno 1992 is Zweden het OESO-land met het hoogste relatieve prijsniveau en de relatieve concurrentiepositie van Zweden is vooral eind jaren tachtig snel verslechterd. Sinds 1987 is de Zweedse kroon nominaal met slechts 3,5% in waarde gedaald ten opzichte van de Slechte mark. Wel is de kroon door de recente waardevermindering van de ecu recentelijk zo'n 3% verder gedeprimeerd ten opzichte van de Duitse mark en de gulden. In de periode 1987-1991 zijn de loonkosten per eenheid produkt in Zweden echter cumulatief met 46% gestegen, tegen 10% in Duitsland¹³. De gemiddelde inflatie lag in deze periode gemiddeld 5,3% per jaar hoger dan in Duitsland.

Hoewel de concurrentiepositie van de Zweedse industrie dank zij een lage inflatie, bedrijfssanerungen en overheidsmaatregelen naar verwachting vanaf 1993 weer zal verbeteren (volgens de regering alleen al in 1993 met 11% tegenover Duitsland), is deze door de recente waardevermindering van de Finse mark, het Britse pond en de Amerikaanse dollar belangrijk aangetast. De vooruitzichten voor de Zweedse uitvoer zijn daarnaast nog aanzienlijk matiger dan die voor de wereldhandel als geheel, omdat vrijwel alle belangrijke afzetmarkten (Duitsland, VK, VS, Noorwegen en Finland) een teleurstellende ontwikkeling vertonen.

Op grond van de verslechterde concurrentiepositie en de huidige economische problemen, die door een externe impuls aanmerkelijk zouden kunnen worden verlicht, zou een waardevermindering van de kroon een logische stap zijn. Dat de Zweedse autoriteiten hier zo scherp tegen gekant zijn, heeft twee belangrijke redenen. De eerste is dat de Zweden met weinig genoeg terugkijken op de devaluaties in het begin van de jaren tachtig. Hoewel deze toen de concurrentiepositie sterk verbeterden en de uitvoer deden stijgen, belemmerden zij een structurele aanpak om de concurrentiepositie te verbeteren. De produktiviteit steeg aan het einde van de jaren tachtig slechts weinig.

Dat Zweden een devaluatie heeft tegengehouden, lijkt daarnaast echter vooral een kwestie van politiek prestige ten aanzien van Europa. Recentelijk heeft de Europese Commissie met Zweden de onderhandelingen geopend over zowel een (associatie-) lidmaatschap van het EMS als het in juli 1991 aangevraagde EG-lidmaatschap¹⁴. Een gedwongen

10. Zie ook Sveriges Riksbank, The Swedish krona pegged to the ecu, *Quarterly Review*, 1991, nr. 3, blz. 14-23.

11. De Noorse kroon en de Finse mark werden met een fluctuatiemarge van resp. 2,25% en 3% gekoppeld aan de ecu. Zie H. Rozendaal, De Scandinavische ECU-link, *Banken Effectenbedrijf*, september 1991, blz. 24-26.

12. Dit zou ook zijn gebeurd bij de oude valutamand, zij het in mindere mate vanwege het geringere gewicht van de zwakkere EMS-valuta's.

13. OESO, *Economic Outlook*, Unit labour costs in the business sector, juni 1992.

14. Nadat Zweden in mei 1991 een aanvraag had ingediend voor het EG-lidmaatschap, volgde Finland in maart 1992. Noorwegen zal naar verwachting spoedig volgen. Een daadwerkelijke aansluiting bij de EG mag echter niet worden verwacht voor omstreeks 1995.

devaluatie zou een behoorlijke domper betekenen voor de Zweedse onderhandelaars.

Het is echter maar de vraag of het handhaven van de huidige ecu-pariteit met de aanhoudende recessie wel zo verstandig is. De hiervoor benodigde hoge (reële) rentevoeten belemmeren immers het binnenlandse economische herstel en wakkeren de deflatoire tendensen in de onroerend-goedsector aan, die de crisis in de financiële sector versterken. Wellicht had Zweden er verstandiger aan gedaan om in het valutageweld van de afgelopen periode ook de kroon te devalueren. Mede omdat de huidige concurrentiepositie te vergelijken is met die van het begin van de jaren tachtig, is het gevaar voor een devaluatie van de Zweedse kroon verre van uitgesloten¹⁵.

Alternatieven bij devaluatie

Bij een devaluatie van de kroon is een aantal alternatieven denkbaar. Het eerste alternatief, teruggaan naar een handelsgewogen valutamand, mag niet als een reële optie worden aangemerkt. Een opname van de dollar in de valutamand zou namelijk een grotere wisselkoersonzekerheid betekenen ten opzichte van de EMS-valuta's, hetgeen absoluut in strijd is met het Zweedse monetaire beleid, dat sterk gericht is op inflatiebestrijding. Een beleidsommezwaai naar vrije wisselkoersen kan om dezelfde reden evenmin een reëel alternatief worden genoemd. Een serieuze mogelijkheid is echter wel om de kroon tijdelijk te laten zweven, een optie waar Finland, en binnen het EMS, Italië en Groot-Brittannië voor hebben gekozen. Nadat de valutamarkt een marktconforme wisselkoers heeft afgedwongen, kan de kroon dan weer verbonden worden aan de ecu.

Een vierde alternatief zou kunnen zijn de kroon nog eenmaal te devalueren en vervolgens te koppelen aan de Duitse mark, zoals Oostenrijk dit doet. Het inwisselen van de ecu-band voor een DM-band zou bovendien een geschikte tussentijdse oplossing vormen voor een (associatie-)lidmaatschap van het EMS. Zweden wil niet alleen zo spoedig mogelijk toetreden tot de EG en het EMS, maar het wil zelfs behoren tot de harde kern van sterke EMS-landen. Sinds de koppeling van de Zweedse kroon aan de ecu onderhandelt Zweden over een positie in het EMS. Statutair is het voor landen als Zweden, althans in theorie, technisch mogelijk om (volwaardig) EMS-partner te worden zonder lid te zijn van de EG¹⁶. Sinds 1978 heeft het EMS echter wel een aantal veranderingen ondergaan, waardoor zo'n stap op politieke en technische bezwaren zou stuiten: reden waarom deze paragraaf nooit nader politiek is uitgewerkt. Kan een niet-EG-lid wel zeggenschap hebben in EMS-aangelegenheden? Schept dit geen precedent voor andere landen die ook EG-lid willen worden?

De recente gebeurtenissen op de valutamarkten hebben echter wel geleerd dat een valutakoppeling weinig voorstelt wanneer deze niet wordt gedragen door fundamentele economische factoren. De geloofwaardigheid van zo'n koppeling zou daarom toenemen bij een lagere dan de huidige wisselkoers en wanneer deze zou worden ondersteund door swap-overeenkomsten met de Bundesbank. In de toekomst zou Zweden zich hierdoor wat minder kwetsbaar maken voor wisselkoersperikelen van de zwakkere EMS-valuta's. In vergelijking met bij voor-

beeld een land als Oostenrijk moet echter vooralsnog op een structureel hoger kort rente-ecart met Duitsland worden gerekend, daar Zweden een (lange) devaluatiegeschiedenis met zich meedraagt¹⁷. Vanwege de huidige politieke ontwikkelingen rondom het EMS en het eigen economische onvermogen, lijkt zo'n DM-koppeling op zeer korte termijn evenwel niet opportuun.

Vooruitzichten

Zweden ondergaat momenteel een zware afslankingsoperatie. Ten einde de economie voor te bereiden op de EER en de interne markt, gaat het mes in de zo zorgvuldig opgebouwde welvaartsstaat. Het vroegere economische beleid van de sociaal-democraten, dat bekend stond als 'de derde weg', wordt door premier Bildt vastberaden omgezet in een anti-inflatiebeleid, dat hij aanduidt met 'de enige weg'¹⁸. Sinds de begrotingsakkoorden met de sociaal-democraten noemt hij het zelfs 'de gezamenlijke weg'. De Zweedse politici, bij wie ideologie plaats heeft gemaakt voor pragmatisme, hebben versneld een streng hervormingsprogramma afgekondigd, dat in vele landen ondenkbaar zou zijn. De Zweden zullen door de lastenverzwaring volgend jaar behoorlijk moeten inleveren, maar de sanering van de verzorgingsstaat wordt als onvermijdelijk beschouwd. Omdat Zweden zo spoedig mogelijk wil toetreden tot (de harde kern van) het EMS en de EG, verdedigt het land zijn ecu-koppeling met alle mogelijke middelen. Het zal voor de Zweedse autoriteiten echter zeer moeilijk zijn om de huidige, nogal hoog gekozen ecu-koppeling te handhaven. Bij een meer realistische koers van de kroon kan Zweden zijn valuta op termijn koppelen aan de Duitse mark.

In 1994 zal in Zweden een referendum worden gehouden over het EG-lidmaatschap. Blijvend hoge rentetarieven en een omvangrijke werkloosheid zouden dan weleens hun tol kunnen eisen. Opinipeilingen laten momenteel reeds een tanend enthousiasme zien voor EG-toetreding¹⁹. Met het dieper worden van de recessie, een toenemende werkloosheid en de weinig bemoedigende groeiperspectieven voor 1994 en 1995, is het bovendien de vraag of de nationale consensus over het gevoerde beleid gehandhaafd blijft en of het Zweedse politieke bestel (en de achterban!), prioriteit zal blijven geven aan de EMU.

Corné Biemans

15. OESO, *Economic survey Sweden*, 1991/92, blz. 24.

16. "European countries with particularly close economic and financial ties with the European Communities may participate in the exchange rate and intervention mechanism. Participation will be based upon agreements between central banks; these agreements will be communicated to the Council and the Commission of the European Communities", Resolution of the European Council on the establishment of the EMS, art. 5.2, 5 december 1978.

17. Wel mag worden verwacht dat dit ecart naar verloop van jaren zal kunnen afnemen, als blijkt dat de DM-koppeling in geval van speculatie hardnekkig wordt verdedigd.

18. M. Verrijn Stuart, *De Zweedse economie - het einde van de derde weg?*, *ESB*, 27 september 1989, blz. 955-956.

19. D. March, *No exit from a vicious circle*, *Financial Times*, 4 september 1992.