

## Het VK: aanhoudende onzekerheid

De uitbreiding van het pond sterling uit het EMS in de nacht van 16 op 17 september heeft opnieuw het Britse monetaire beleid ter discussie gesteld en de onzekerheid over de toekomst van het pond en de rente vergroot. De minister van Financiën Lamont heeft daarbij in zijn langverwachte Mansion House speech op donderdag 30 oktober de onzekerheid over het te volgen economische beleid niet weggelaten. De kans dat de Autumn Statement, waarin de begroting voor het fiscale jaar 1993/1994 bekend gemaakt zal worden, meer duidelijkheid zal verschaffen lijkt miniem. Sinds de opschorting van het EMS-lidmaatschap lijkt de enige zekerheid te bestaan uit het feit dat de meeste verklaringen meer vragen oproepen dan beantwoorden. De vraag hoe verder gestalte zal worden gegeven aan de wijziging van het beleid gericht op wisselkoersstabiliteit naar stimulering van de economische groei blijft dan ook vooralsnog onbeantwoord. Dit ondermijnt juist het vertrouwen en vertraagt het economische herstel. Wat dit betekent voor met name inflatie, rente en wisselkoersvooruitzichten zal hierna aan de orde komen. Alvorens hierop in te gaan zal eerst het economische beleid van de afgelopen periode kort worden beschreven<sup>1</sup> alsmede de recente conjunctuurele ontwikkelingen.

### Conjunctuur

Toen het pond in oktober 1990 toetrad tot het EMS bevond de economie zich aan het begin van een nog steeds voortdurende recessieperiode. Alhoewel de korte rente na toetreding tot het EMS kon worden gereduceerd van een pré-EMS-top van 15% tot rond een niveau van iets boven de 10% begin september, was dit onvoldoende om de economie te stimuleren. Reëel gezien bleef de rente als gevolg van een sterkere terugval van de inflatie onveranderd

hoog terwijl de ontwikkeling van de loonkosten zich maar langzaam aanpaste aan de eisen die de nieuwe wisselkoersdiscipline met zich meebracht. Pas dit jaar leek in het laatste een kentering te zijn opgetreden. Het verwachte herstel van de economie in de tweede helft van dit jaar bleef evenwel uit. De industriële productie was in augustus wederom afgenomen en lag 0,3% onder het niveau van een jaar eerder. De werkloosheid nam daarbij de afgelopen periode opnieuw fors toe en kwam in september uit boven de 10%. De slechte concurrentiepositie van de Britse economie maakte bovendien dat de toch al beperkte groei van de binnenlandse vraag voor een belangrijk deel weglekte naar het buitenland. Gegeven de omvangrijke schuldpositie van zowel gezinnen als bedrijven vormde met name de hoge rente een rem op het herstel van de binnenlandse vraag. Daar kwam bij dat als gevolg van onder meer de hoge rente de woningmarkt was ingestort en de prijs van huizen steeds verder afnam, hierdoor de vermogenspositie van gezinnen nog meer verzwakend. Ook zonder de aangekondigde mijnsluitingen lijkt er nog geen zicht op een spoedige kentering in de werkgelegenheidssituatie. Dit werkt vanzelfsprekend negatief op het consumentenvertrouwen en bemoeilijkt daarmee het aantrekken van de consumptieve bestedingen. Bovendien dreigde het tekort op de lopende rekening in 1993 verder toe te nemen terwijl bovendien een aanzienlijk financieringstekort van de overheid te verwachten is. De spanningen in het EMS deden dan ook de aloude Britse discussie weer opblaaien over de zin van een vast wisselkoersbeleid, wat uiteindelijk culmineerde in de voorlopige uitbreiding uit het EMS.

### Toekomstig monetair beleid

Inflatiebestrijding is geen doel op zich zelf, zoals Norman Lamont stelde en groeistimulering staat voorop. Gegeven de zwakte van de Britse economie zal het monetaire beleid voorlopig vooral op het laatste gericht zijn. Minister Lamont liet in zijn toespraak de mogelijkheid voor een verdere rentedaling nadrukkelijk open en naar alle waarschijnlijkheid zal reeds op zeer korte termijn de 'base rate' met nog een vol procentpunt verlaagd worden tot een niveau van 7 procent. De korte rente zal hierdoor verder onder het Duitse niveau zakken en daarmee een neer-

waartse druk op de wisselkoers blijven uitoefenen. Alhoewel benadrukt werd dat in het licht van de inflatiebeheersing de wisselkoers nauwlettend in het oog gehouden zou worden, heeft Lamont geen uitspraak over mogelijke niveaus gedaan. Het is evenwel waarschijnlijk dat men de deur naar het EMS zal willen openhouden en zal trachten een al te sterke val van het pond te voorkomen. Hernieuwde toetreding van het pond in het EMS zal evenwel op zijn vroegst pas begin 1994 plaatsvinden en mogelijk later. Voor de sturing van de rente betekent dit dat men in de loop van 1993 zal trachten het negatieve ecart met Duitsland weer te verminderen. Hierdoor zal na een daling met een vol procentpunt dit jaar, de daling van de 'base rate' in 1993 beperkt blijven tot 0,5 à 1 procentpunt. Het negatieve korte-rentecart met Duitsland zal hierdoor in de loop van het jaar bij een verdere versoepeling van het Duitse monetaire beleid geleidelijk weer iets afnemen.

Dat de koersontwikkeling nauwlettend in het oog gehouden zal worden, neemt niet weg dat het pond reeds met 17% gedeprimeerd is ten opzichte van de vroegere spilkoers in het EMS en de komende tijd verder weg zal zakken. Pas in de tweede helft van 1993 zal de koers bij een duidelijk herstel van de Britse economie en een vermindering van het negatieve rente-ecart met Duitsland opnieuw aantrekken. De koers ten opzichte van de gulden kan daarbij in de eerste helft van 1993 een dieptepunt bereiken van circa  $f$  2,55 en zal niet boven een niveau van  $f$  2,65 het jaar uitgaan. Eventuele hernieuwde toetreding tot het EMS zal dan ook geschieden tegen een aanzienlijk lagere spilkoers dan voorheen, waarbij een niveau van  $f$  2,65 aannemelijk lijkt. Ten opzichte van de vorige spilkoers betekent dit een devaluatie van meer dan 20%.

### Vooruitzichten in 1993

De gevolgen van de vrij aanzienlijke monetaire versoepeling en depreciatie van het pond voor de reële economie zullen op korte termijn beperkt zijn. Economisch herstel zal in eerste instantie moeten komen van

1. Zie voor een uitgebreide beschrijving L.A.M. Dinkhuijsen, Het Verenigd Koninkrijk aan de Europese zijlijn, *ESB*, 7 oktober 1992, blz. 973-977.

een aantrekkelijke consumptieve vraag en imports substitutie. Pas in tweede instantie zal dit gevolgd worden door een volumegroei van de export en de bedrijfsinvesteringen. De belangrijkste impuls die van de depreciatie van het pond uitgaat op redelijke korte termijn zal de vermindering van de groei van het importvolume zijn. De export zal daarentegen in het licht van de zwakke conjunctuur van de omliggende landen weinig verandering ondergaan. Bij een afzwakkende volumegroei van de import zal er desalniettemin in 1993 sprake zijn van een licht positieve bijdrage van de externe sector aan de economische groei. Ook het effect van de renteverlaging zal in dit stadium van de recessie beperkt zijn. De verlaging werkt weliswaar direct door in een verhoging van het beschikbaar inkomen van de gezinnen, maar dit zal deels teniet worden gedaan door een verdere toename van de werkloosheid. Daarnaast zal een deel van de additionele ruimte gebruikt worden voor een versnelde afbouw van de schuldpositie van gezinnen. De effecten op de huizenprijzen zullen eveneens voorlopig klein zijn, daar het aanbod van huizen de vraag nog verre overtreft. De extra groei die voortvloeit uit een lagere pondkoers en rente zal in 1993 niet meer dan naar schatting 0,25 procentpunt bedragen. De inflatoire druk als gevolg van de lagere koers zal mede hierdoor vooralsnog beperkt zijn. Daarbij maakt de situatie op de arbeidsmarkt het onwaarschijnlijk dat opnieuw over de reeds afgesloten loonakkoorden zal worden onderhandeld. Het gevaar voor een loonprijspiraal is dan ook voorlopig beperkt. Op dit moment liggen de gemiddelde lonen 5% boven het niveau van een jaar eerder, terwijl dit aan het begin van het jaar nog ruim 7% was.

De nieuwe inflatiedoelstelling, waarbij de inflatie zich mag bewegen binnen een range van 1 tot 4%, lijkt voorlopig niet te worden overschreden. Daarbij is in het kader van het verschaffen van meer helderheid toegezegd dat de Bank of England in een nieuwe maandelijkse publikatie de monetaire situatie zal toelichten en er per kwartaal door de Bank of England een overzicht zal worden verschaft omtrent de realisatie van de inflatiedoelstelling. Een grotere onafhankelijkheid van de Bank of England lijkt echter voorlopig niet in het verschiet te liggen.

## **De overheidsfinanciën**

In zijn Mansion House speech stipte Lamont enige accentverschuivingen aan in de begroting van volgend jaar, waarvan de concrete invulling in de Autumn Statement bekend zal worden gemaakt. De belangrijkste accentverschuiving lijkt de vermindering van de lopende uitgaven (met name in de sfeer van gezondheidszorg, onderwijs, sociale zekerheid) ten gunste van infrastructurele investeringen. De totale geplande uitgaven moeten echter onveranderd blijven. Ook zonder accentverschuiving lijkt dit een nauwelijks haalbare kaart. Zo ligt de werkloosheid inmiddels ruim boven de 2,4 miljoen waarmee in de berekening van de uitgaven rekening is gehouden. Naar verwachting zal reeds in december van dit jaar de drie miljoenste werkloze geregistreerd kunnen worden. Dit alleen al betekent een extra druk op de uitgaven van circa £ 2 mrd. De geplande loonmatiging voor overheids personeel zal eveneens op de nodige problemen stuiten, gezien reeds gemaakte afspraken. Daarom zal men over de gehele linie toch te maken krijgen met een loonstijging die circa 1,0% boven het inflatieniveau ligt. De onlangs aangekondigde loonstijging van 4,9% voor de brandweer is wat dat betreft een teken aan de wand. Daarnaast is er ook nog volop discussie over de invoering van de zogenaamde 'council tax'. Van alle kanten ziet het er dus naar uit dat de regering het komend jaar te maken zal krijgen met aanzienlijke budgettaire overschrijdingen, die aanpassingen noodzakelijk zullen maken. Voor een werkelijke stimulans door een verhoging van infrastructurele investeringen lijkt dan ook weinig ruimte. De aankondiging dat eveneens nader uitgewerkt zou worden hoe de particuliere sector meer betrokken zou kunnen worden bij overheidsprojecten is mooi, maar daarvoor is het noodzakelijk dat het bedrijfsleven vertrouwen heeft in de rentabiliteit van deze projecten en juist dat vertrouwen ontbreekt vooralsnog.

## **Aanhoudende onzekerheid**

Gegeven de weinig rooskleurige vooruitzichten op een herstel van de Britse economie was wellicht de beslissing om het pond voorlopig te laten zweven een van de minst slechte. Het komend jaar zullen de reële effecten van een lagere rente en wisselkoers beperkt zijn. Zij zullen echter wel bijdragen aan een afname

van de schulden van gezinnen en een begin van een herstel van de huizenmarkt. Ook leiden zij tot een verbetering van de concurrentiepositie. Het beperkte groeierstel in 1993 zal hierdoor in 1994 versterkt voortgezet kunnen worden. Het belangrijkste risico in deze is niet zozeer dat het pond mogelijk voor een langere periode buiten het EMS blijft, als wel het ontbreken van een duidelijk beleid om de inflatoire effecten van een stimulerend beleid te beperken. Dit zal een herstel van het vertrouwen vertragen en daarmee aanzetten tot verdere monetaire versoepelingen om de economie uit het slop te halen. Het pond zal hierdoor verder onder druk komen te staan en daarmee een verdere toename van de inflatieverwachtingen veroorzaken. Dit maakt de kans op een hernieuwde loonprijspiraal groot en zal de aanpassing naar een niet inflatoir groeipad aanmerkelijk vertragen. In de korte sfeer zal de rente dan weliswaar voor langere tijd onder het Duitse niveau blijven, maar de toegenomen inflatieverwachtingen zullen in de lange sfeer een sterk oprijvend effect hebben en juist leiden tot een toename van het ecart met Duitsland.

De sleutelfunctie van de overheid ligt in het herstellen van het vertrouwen en het verschaffen van duidelijkheid over het te volgen beleid, benadrukte minister Lamont terecht in zijn Mansion House speech. Of de regering hier ook in zal slagen blijft vooralsnog de vraag.

## **Marijke Zewuster**

De auteur is werkzaam bij het economisch bureau van de ABN Amro bank. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.