

## Financiële markten

# Het Verenigd Koninkrijk: 'back to boom-bust?'

"... promise to avoid boom-bust". Zo trachtte de Britse minister van Financiën Clarke enige maanden geleden in de Mansion-speech de bankiers, beleggers en analisten uit de Londen City gerust te stellen. De markten vrezden dat de Britse economie aan de vooravond staat van een periode van sterke groei en hoge inflatie, met als gevolg dat de Bank of England binenkort de rente zeer fors moet verhogen. Hier en daar leeft zelfs het schrikbeeld dat de Bank of England al te laat is. Het VK zou dan vervallen in het aloude 'boom-bust'-scenario, waarbij de economie eerst door een sterke stimulering oververhit raakt waarna hard op de rem moet worden getrapt. Het VK heeft op dit gebied niet bepaald een goede reputatie. De oververhitting van de late jaren tachtig ligt niet alleen nog vers in het geheugen van beleggers; de gevolgen hiervan zijn tot op dit moment in het land zichtbaar.

In het navolgende zal betoogd worden dat de angst voor een nieuwe 'boom-bust'-periode in het VK onge-

grond is. De economische situatie verschilt op een paar cruciale punten met die in de jaren tachtig, en bovendien zijn de Britse regering en de Bank of England waakzamer ten aanzien van de inflatie dan in het verleden. Alleen, getuige het feit dat de lange rente in het VK sinds begin van dit jaar veel harder is gestegen dan in andere Europese landen, willen de financiële markten dat nog steeds niet geloven.

### De laatste 'boom-bust'

De oorzaak van de diepe en lange recessie van begin jaren negentig moet worden gezocht in 1987. In dat jaar en in 1988 verlaagde de toenmalige minister van financiën Lawson fors de belastingen, terwijl de Britse economie met respectievelijk 4,7 en 4,9% groeide. De consumentenbestedingen kregen hierdoor een enorme impuls. Daarnaast werd ook het eigen huizenbezit sterk gestimuleerd. De huizenprijzen verdubbelden, waardoor de Britse consument zich nog eens extra rijk voelde. De bloeiende huizenmarkt bracht onder andere een toenemende vraag naar duurzame consumptiegoederen met zich mee. De detailhandelsverkoop stegen met ruim 6% per jaar. Om dit allemaal te kunnen financieren daalde de spaarquote tot 5,2%, een dertigjaars dieptepunt, en bouwde de consument enorme schulden op.

Het stimulerende beleid had zeer negatieve gevolgen. Door de toenemende binnenlandse vraag liep de inflatie op tot ruim 10%. Daarnaast verdubbelde het tekort op de lopende rekening door een forse groei van de import. Lawson probeerde de overbesteding af te remmen door de rente tot maar liefst 15% te verhogen. Eind

1989 ging het mis. De huizenmarkt klapte in elkaar en de Britse consument kwam met schulden te zitten die hoger waren dan zijn onderpand. Het VK kwam in een diepe recessie.

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.

### EMS versterkt de recessie

Door de hoge economische groei en de hoge rente steeg het Britse pond van DM 2,77 in 1987 tot een hoogtepunt van DM 3,29 in 1989. Het vervolg is bekend: in oktober 1990 bracht het VK het Britse pond op een veel te hoog niveau in het EMS. De spelkoers van DM 2,95 lag volgens koopkrachtpariteit ongeveer 7% te hoog. Tot overmaat van ramp verhoogde – als reactie op de Duitse eenwording – de Bundesbank de rente, terwijl het VK grote behoefte had aan lagere rentes. De hoge rentes sneden diep in de Britse economie. Dat werd nog eens versterkt doordat de hypotheeklasten in het VK rechtstreeks zijn gekoppeld aan het niveau van de korte rente.

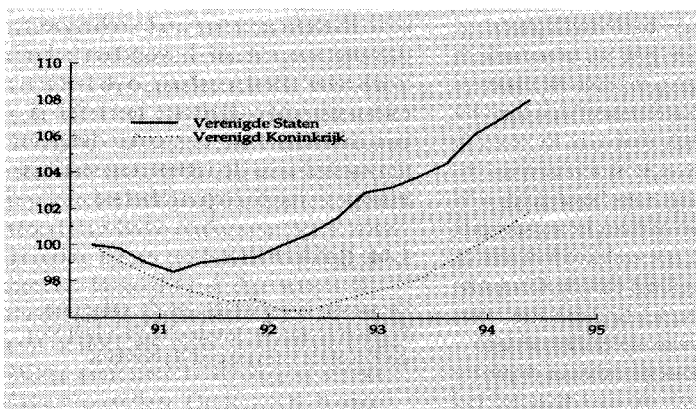
Pas na de opschorting van het EMS-lidmaatschap in september 1992 konden de Britse monetaire autoriteiten een begin maken met het verruimen van het monetaire beleid. In vier maanden tijd werd de base-rate verlaagd van 10% tot 6%. Hierdoor konden tevens de hypotheekrentes dalen. De eerste tekenen van economische groei waren dan ook op de huizenmarkt te vinden. Inmiddels beginnen ook de overige bestedingscategorieën hun steentje bij te dragen aan de Britse groei.

Nu de economie in een steeds hoger groeitempo terecht komt, beginnen de financiële markten zich zorgen te maken over een mogelijke oververhitting. In het tweede kwartaal van 1994 bedroeg de bnp-groei 3,7% per jaar, en bovendien heeft het VK tot op heden niet bewezen een gematigd conjunctuurverloop te kunnen bewerkstelligen.

### Oververhitting?

De kans op oververhitting van de Britse economie zou wel eens kleiner kunnen zijn dan de markten vrezden. In vergelijking met de VS was het herstel in het VK gematigd en zelfs in de VS was het herstel niet snel. Beide landen kregen in het tweede kwar-

Figuur 1. Bbp in de VS en het VK, 2e kwartaal 1990 = 100



taal van 1990 te maken met een recessie, in beide landen kwam het herstel moeizaam op gang, en in beide landen was het de consument die de economie uit het dal leidde. De Verenigde Staten verlieten de recessie één jaar eerder dan het VK. Inmiddels ligt het Amerikaanse bbp ruim 8% boven het niveau van vóór de recessie, terwijl de Britse economie pas 2% hoger ligt.

Bovendien staat de Britse economie er, mede door het feit dat de afgelopen jaren fors budgettair gestimuleerd is, nu heel anders voor dan in de jaren tachtig. De overheid heeft te maken met een fors tekort op de begroting; in 1993 7,7% van het bbp. De regering is echter vastbesloten dit terug te dringen tot 3,8% in 1997/98. Voor het huidige begrotingsjaar, dat loopt tot april 1995, is al een pakket maatregelen ingevoerd met een omvang van 1,8% van het bbp. Ook voor het volgende jaar zijn al maatregelen genomen. De lastenverzwaringen treffen vooral de consument.

Inmiddels zijn de eerste tekenen van een vertraging in de consumentenbestedingen zichtbaar. In 1992 was het de huizenmarkt die als eerste tekenen van herstel liet zien, nu is het die zelfde huizenmarkt die als eerste vertraagt. Dat komt niet alleen door lastenverzwaringen; sinds kort worden er in het VK ook hypotheek tegen een vaste rente afgesloten. Zowel de stijging van de lange rente als de angst voor oplopende korte-rentetarieven hebben bijgedragen aan het afremmen van het herstel op de huizenmarkt.

Vooralsnog leggen de forse belastingverhogingen een zware druk op de economie. Van een boom-bust-scenario is dus geen sprake.

### Geloofwaardigheid monetaire autoriteiten

Ook de inflatie, die destijds voor grote problemen zorgde, laat nu een heel ander beeld zien. De onderliggende inflatie daalt nog steeds en ligt nu op een 27-jaars dieptepunt van 2,2%. Desondanks kunnen de obligatiemarkten niet geloven dat de Britse inflatie de komende maanden laag zal blijven. Zij zijn naarstig op zoek naar aanwijzingen dat de inflatie binnekort omhoog zal gaan.

Overtuigend bewijs dat de inflatie de komende maanden uit de hand dreigt te lopen of dat de Britse mone-

taire autoriteiten een oplevende inflatie niet tijdig in de kiem zullen smoren, is eigenlijk niet te vinden. De Bank of England streeft officieel een inflatie van één tot vier procent na. De regering wil zelfs vóór het einde van deze regeerperiode (1996/1997) een inflatie van onder de twee procent bereiken.

De markten moeten nog zien dat deze doelstellingen bereikt zullen worden. Het verleden geeft weinig aanleiding tot vertrouwen. Meestal waren de Britse monetaire autoriteiten te laat met verkrappen en te vroeg met verruimen. Bovendien is de Bank of England één van de weinige niet-onafhankelijke centrale banken van Europa. Een centrale bank wordt geacht onafhankelijk van de politiek te opereren, iets wat in het VK niet het geval is.

Toch is er sinds het EMS-debâcle het één en ander veranderd. De minister van Financiën Clarke en de gouverneur van de centrale bank George plegen sinds februari jl. iedere eerste woensdag van de maand overleg. Uiteindelijk bepaalt de minister van Financiën de omvang van de renteverandering en de Bank of England het tijdstip ervan. Zes weken na dit overleg wordt een verslag gepubliceerd. Deze 'minutes of the meeting' geven de standpunten van beiden weer ten aanzien van de monetaire ontwikkelingen. De achterliggende gedachte is dat op deze manier de Bank of England haar standpunt kenbaar kan maken, ook wanneer zij het niet eens is met de regering. Doel is de geloofwaardigheid van het monetaire beleid te vergroten.

#### 'The minutes of the meeting'

Vooralsnog zal de Bank of England de rente niet verhogen, zo blijkt uit het laatste verslag van het beraad met de minister, maar dat betekent niet dat men zal schromen dit te doen mocht de inflatie opleven. Zowel George als Clarke gaan ervan uit dat de inflatie zich de komende maanden gunstig zal ontwikkelen. Wel noemt George vier factoren die een opwaartse druk op de inflatie kunnen betekenen: de geldgroei M0, de geldgroei M4, de loonstijging en de inflatiever-

**Tabel 1. Ontwikkeling van vier factoren die de inflatie beïnvloeden, mutaties per jaar in procenten**

	Geldhoeveelheid		Lonen	10-jrs rente <sup>a</sup>
	M0	M4		
Januari 1994	5,3	5,1	3,75	6,3
Februari	5,6	5,4	3,75	7,0
Maart	5,8	5,7	4,00	7,5
April	5,5	5,5	3,75	7,8
Mei	6,9	5,3	3,75	8,8
Juni	6,8	5,6	3,75	8,6
Juli	6,5	4,8		8,4

a. Rentestand in procenten aan het einde van de maand.

wachtingen zoals die tot uitdrukking komen in de lange rente. Niemand kan ontkennen dat deze factoren zich sinds mei alle vier gunstig hebben ontwikkeld (zie tabel 1). Zowel de geldgroei M0 als M4 liep terug, de loonstijging bleef gelijk en de 10-jaars rente zakte veertig basispunten.

Daar komt nog bij dat het Britse bedrijfsleven, net als bedrijven elders in Europa, kampt met zware internationale concurrentie. Ruimte om de prijzen te verhogen is er nauwelijks. Dit laatste blijkt ook uit het jongste rapport van de Britse werkgeversorganisatie CBI. Zeven van de tien bedrijven zijn niet van plan in de komende vier maanden de prijzen te verhogen.

### Conclusie

Voor de komende maanden ziet het beeld er als volgt uit. De Britse economie bevindt zich op een stabiel groeipad en de inflatie blijft laag. Van de aloude 'boom bust'-situatie is op dit moment geen sprake. Alles wijst er op dat Clarke zijn belofte zal kunnen houden. Voor de financiële markten is dit een gunstige uitgangspositie. Toch valt er aan het einde van dit jaar of aan het begin van volgend jaar een eerste renteverhoging te verwachten. Niet zozeer omdat de inflatie dreigt op te lopen, maar omdat de Britse regering zich genoodzaakt ziet de inflatieangst op de obligatiemarkt te temperen. Dit is ongeveer het scenario dat het afgelopen jaar in de VS te zien was. Bovendien kunnen de Britse monetaire autoriteiten op deze wijze tonen dat zij groei en inflatie niet weer uit de hand laten lopen.

**Marja van der Giessen**