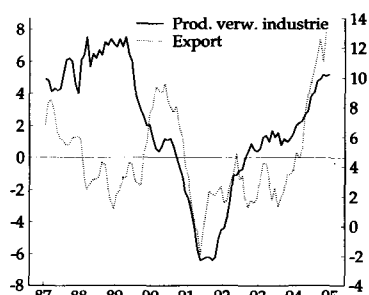


Financiële markten

Een storm in een kopje thee?

De laatste weken is het met het Britse pond bergafwaarts gegaan. Sinds begin december 1994 heeft het Britse pond ten opzichte van de Duitse mark ruim 12 pfennig verloren. Het pond heeft inmiddels een 'all time low' bereikt van DM 2,32 van februari 1993 bereikt. Hoe heeft het zover kunnen komen? Alle lichten voor een sterker Brits pond staan op groen. De economie groeit met 4% en de inflatie is onder controle nu de monetaire autoriteiten, anders dan in het verleden, tijdig hebben ingegrepen. Daarnaast is het tekort op de lopende rekening in het derde kwartaal van 1994 omgeslagen in een overschot. Een al te groot pessimisme lijkt voor het Britse pond dus niet op zijn plaats. Voorts steeg in de afgelopen weken het Britse pond ten opzichte van de dollar nog steeds in waarde. Dit doet vermoeden dat de waardedaling van het pond voor een deel ook verklaard moet worden uit D-mark sterkte. Daarnaast is de zwakte van het pond te verklaren uit de weer oplevende politieke spanningen in het kabinet Major. Het laatste duwtje kreeg het Britse pond van de perikelen rond de bank Baring's. Al met al lijkt het negatieve sentiment rond het Britse pond wel erg ver doorgeslagen. De kans dat dit uiteindelijk zal

Figuur 1. Productie verwerkende industrie (linkerschaal) en volume van de export (recht), % mutaties



uitmonden in een heuse sterlingcrisis lijkt niet erg groot.

Vlucht naar 'kwaliteit'

Aanleiding voor de kracht van de Duitse mark op dit moment is de Mexicaanse crisis. Als gevolg daarvan keren beleggers massaal hun rug naar de Amerikaanse dollar en vluchten naar de veilige haven, Duitse mark. Daarnaast lijken beleggers te speculeren op een snelle verhoging van de korte rente in Duitsland. Uit het laatste maandrapport van de Bundesbank blijkt dat zij van mening is dat de binnenlandse prijsdruk in Duitsland nu toeneemt waaruit opgemaakt kan worden dat het niet lang meer zal duren eer de Bundesbank de rente voor de eerste keer zal verhogen. Verder rekenen beleggers erop dat in de VS de rente voorlopig niet meer zal worden verhoogd. Onder zulke omstandigheden hebben zwakke valuta's in Europa zoals de Spaanse peseta, de Italiaanse lire en het Britse pond het zwaar te verduren. De politieke situatie in deze landen is niet erg stabiel. In het Verenigd Koninkrijk maken beleggers zich zorgen over de overlevingskansen van de regering-Major en vragen zij zich af of de regering de teugels van het strakke economische beleid zal laten vieren, louter uit electorale overwegingen. Eind 1996 of begin 1997 zullen er in het Verenigd Koninkrijk verkiezingen worden gehouden. De conservatieve partij van Major zakt steeds verder weg in de opiniepeilingen. Dat maakt de verleiding wel erg groot de teugels van het strakke budgettaire en monetaire beleid wat te laten vieren.

Politieke strubbelingen

Het begin van de crisis in Mexico volgde vlak nadat de gemoederen in het Britse kabinet over de kwestie Europa flink waren opgelopen. Bij een stemming over de Eurobegroting op 28 november kon tenauwernood een kabinetscrisis worden voorkomen. De acht Eurorebellen die tegen deze Eurobegroting hadden gestemd, werden uit de conservatieve partij gezet, wat de positie van Major danig verzwakte. Major heeft nu de steun van de (Ulster) Unionisten hard nodig om in het parlement over een meerderheid te kunnen beschikken. De politieke strubbelingen zorgden ervoor

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.

dat het Britse pond begin februari niet kon profiteren van een verhoging van de officiële rente met 50 basispunten, de derde in een half jaar tijd. Uit een uitgelekte brief bleek dat Major Noord-Ierland wat meer onafhankelijkheid wil geven, iets wat de Unionisten trachten tegen te houden. In reactie hierop dreigden zij hun steun aan het kabinet op te geven. Voorts worden de overlevingskansen van de regering-Major bedreigd door de perikelen rond de EMU die de Tories verdelen. Major probeert een neutrale houding aan te nemen om de eenheid binnen de partij te herstellen. Herintreding van het pond in het wisselkoersmechanisme van het EMS heeft hij voor deze regeringsperiode (uiterlijk tot het voorjaar van 1997) uitgesloten. Maar over wat daarna moet gebeuren houdt hij zich op de vlakte. Zijn minister van Financiën Kenneth Clarke daarentegen vindt er geen doekjes om dat hij voor aansluiting bij Europa is en plaatst daarmee Major in een lastig parket. Overigens is het Verenigd Koninkrijk zoals het er nu voorstaat, straks een van de weinige landen die aan de EMU-criteria voldoet. De regering is vastbesloten de inflatie weer onder de 2,5% te brengen en het begrotingstekort komt zowel door de economische groei als door de forse fiscale verkrapting in rap tempo naar beneden. De regering verwacht een begrotingstekort van 1,5% van het GBP in 1997/98, ruim onder de 3% EMU-norm.

De 'feel bad factor'

Het herstel zoals de Britse economie dat de afgelopen twee jaar heeft laten zien is ongelijk verdeeld. Tegenover een florerend bedrijfsleven dat in het afgelopen jaar sterk heeft kunnen profiteren van de lage koers van het Britse pond staat een achterblijvende groei van de consumptie. In volume lag de export in het derde kwartaal van 1994 15% hoger dan in dezelfde periode een jaar eerder (figuur 1).

Daar in de eerste drie kwartalen van 1994 61,9% van de totale export naar West-Europa ging en 'slechts' 12,7% naar de VS, zal het effect van een Amerikaanse groeivertraging op de Britse exporten beperkt blijven.

De Britse consument merkt weinig van de economische groei. Uit enquêtes blijkt dat steeds meer Britten ervan overtuigd zijn dat zij er de komende twaalf maanden financieel op achteruitgaan. Op 1 april aanstaande gaat het Verenigd Koninkrijk het tweede achtereenvolgende fiscale jaar in waarin fors verkraapt wordt. Het gaat hierbij niet alleen om bezuinigingen maar ook om lastenverzwaringen die vooral de consument treffen. Dat de consument onzeker is over zijn toekomstige financiële situatie blijkt ook uit het feit dat de autoverkopen aan particulieren al zeven achtereenvolgende maanden dalen. Daarnaast hebben de winkeliers in januari slechts 0,2% meer verkocht dan in januari 1994. Het ligt dan ook voor de hand te verwachten dat, met het oog op de verkiezingen, de regering aan het einde van dit jaar een deel van de lastenverzwaringen weer aan de consument zal willen teruggeven om de gunst van de kiezer terug te winnen.

De ideale beleidsmix

Over het algemeen is een ruim fiscaal beleid gunstig voor een valuta mits dit beleid gecombineerd wordt met een krap monetair beleid. Maar dat het monetaire beleid krap zal blijven, daarvan is niet iedereen overtuigd. In het Verenigd Koninkrijk beslissen de minister van financiën Clarke en de gouverneur van de Bank of England George samen of de rente wel of niet verhoogd wordt. En met renteverhogingen in het Verenigd Koninkrijk, vanwege de doorwerking daarvan op de hypotheeklasten van de consument, heeft geen enkele minister van Financiën zich populair gemaakt. Op dit moment lijken de monetaire autoriteiten echter nog vastbesloten de inflatie te beteugelen en zowel in 1995 als in 1996 het krappe monetaire beleid voort te zetten. De binnenlandse inflatiedruk neemt toe. In januari zijn de producentenprijzen met 0,9% gestegen ten opzichte van de maand ervoor en de bezettingsgraad ligt op het hoogste niveau van de afgelopen tien jaar door de enorme vraag uit het buitenland. Wij denken dat de

Britse rente het komende jaar nog een aantal keren zal worden verhoogd van 6,75% nu tot 8,25% eind van dit jaar.

De renteverhogingen zullen het Britse pond ondersteunen. Voor de langere termijn zijn de vooruitzichten voor het pond dus positief. Maar een al te groot optimisme lijkt niet op zijn plaats. Begin 1996 zal de markt weer vooruitkijken naar de komende algemene verkiezingen. De laatste opiniepeilingen wijzen op 22,7% voor de Conservatieven en 59% voor Labour. Daarmee is de achterstand van de Tories nu wel erg groot. Op de financiële markten wordt een Labourregering vaak met oplopende begrotingstekorten geïdentificeerd.

Valutacrisis?

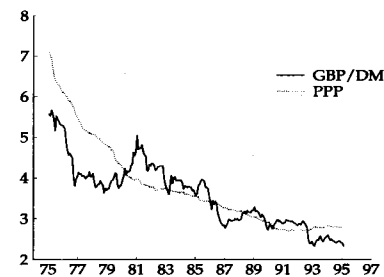
Het gevaar dat het pond sterling in een heuse valutacrisis terechtkomt waarbij het pond in de loop van dit jaar nog veel meer in waarde zou dalen, lijkt ook om andere redenen niet erg groot. Wanneer we de huidige situatie vergelijken met die waarin het pond in het verleden sterk in waarde verminderde, doen zich een aantal verschillen voor. In het verleden daalde het pond meestal tegen de achtergrond van een fors overgewaardeerde valuta en grote problemen op de betalingsbalans. Op dit moment is de situatie anders. Op basis van de koopkrachtpariteit is het Britse pond ten opzichte van de Duitse mark overgewaardeerd met ongeveer 15% (zie figuur 2) en ten opzichte van de Amerikaanse dollar met circa 5% overgewaardeerd (figuur 3)¹.

Daarnaast kent het Verenigd Koninkrijk geen betalingsbalansproblemen. In het derde kwartaal van 1994 boekte het op de lopende rekening een overschot ter grootte van £ 819 mln. Over heel 1994 zal de lopende rekening een klein tekort van zo'n £ 5 mrd. bedragen. Daarnaast bedroeg het overschot in het lange kapitaalverkeer in de eerste drie kwartalen van 1994 £ 3,2 mrd. Ook voor 1995 zijn er geen problemen op de betalingsbalans te verwachten.

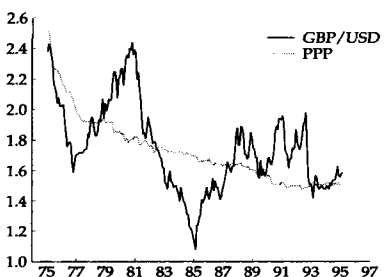
Conclusie

Op de korte termijn is een verdere waardedaling van het Britse pond niet uitgesloten. Op de langere termijn zijn de vooruitzichten gunstiger. Een ruim fiscaal beleid dat gecombi-

Figuur 2. Koopkracht van het Britse pond in D-marken



Figuur 3. Koopkracht van het Britse pond in Amerikaanse dollars



neerd wordt met een krap monetair beleid is de ideale beleidsmix voor een valuta. Bovendien zijn de ingrediënten voor een valutacrisis niet aanwezig. Jammer alleen dat de zorgen over de komende verkiezingen de waardestijging van het pond wat zullen tegenhouden.

Marja van der Giessen

1. Koopkrachtpariteit (purchasing power parity, PPP) is die wisselkoers waarbij een vast pakket goederen gelijk geprijsd is. Het probleem is welk basisjaar genomen moet worden, want in welk jaar was dit het geval? Om dit te omzeilen is hier niet gekozen voor één jaar maar voor een periode, de periode van 1975-1987. In formulevorm:

$$PPP = \frac{(Px/Px) / (Py/Py)}{e}$$
 waarin Px het buitenlands prijspeil, Py het binnenlands prijspeil en e de wisselkoers voorstellen. Een streepje boven de variabele wil zeggen dat het het gemiddelde over de periode 1975-87 betreft.