

Verenigd Koninkrijk

Op de zeepheiling?

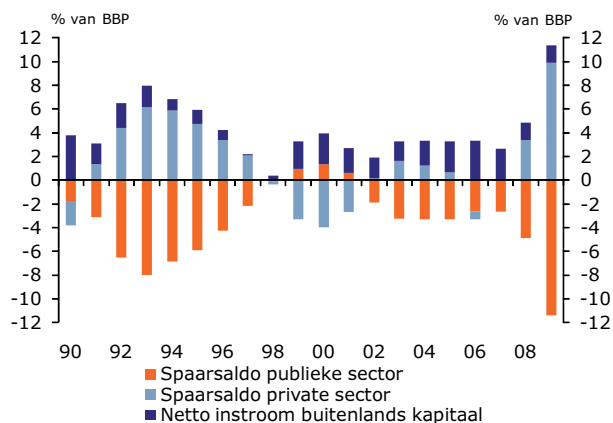
Volgens ons zijn er tien redenen waarom het Verenigd Koninkrijk voorlopig niet Griekenland achterna zal glibberen. Maar de nieuwe Britse regering moet het gapende gat in de begroting snel dichtten om de schulden op lange termijn houdbaar te laten blijven en de begeerde AAA-rating te behouden.

De laatste tijd circuleren er verschillende scenario's met tragedies van Griekse proporties die Groot-Brittannië zouden wachten. Het negatieve saldo van de staatsbegroting over 2009 (11,5% van BBP) was tenslotte van dezelfde orde van grootte als dat van Griekenland (13,6% van BBP). En de staat kan de huidige wijze van geld lenen niet lang blijven volhouden: tegenover elke vier pond aan uitgaven staat één pond aan leningen. Deze dramatische verslechtering van de overheidsfinanciën wordt voornamelijk veroorzaakt door de spaarzin van de particuliere sector. Tussen 2007 en 2009 stegen de besparingen (het verschil tussen inkomsten en uitgaven) van de particuliere sector in het VK met maar liefst 9,8% van het BBP. Na het dichtdraaien van de kredietkranen en het uiteenspaten van de zeepbel op de huizenmarkt stonden huishoudens onder zware druk om financieel orde op zaken te stellen. Dit leidde tot een forse daling van de brutobedrijfsresultaten van niet-financiële ondernemingen (bijna 9% in 2009), wat Britse bedrijven weer huiverig maakte voor uitgaven of investeringen.

Particuliere zuinigheid leidde tot publieke vrijgevigheid

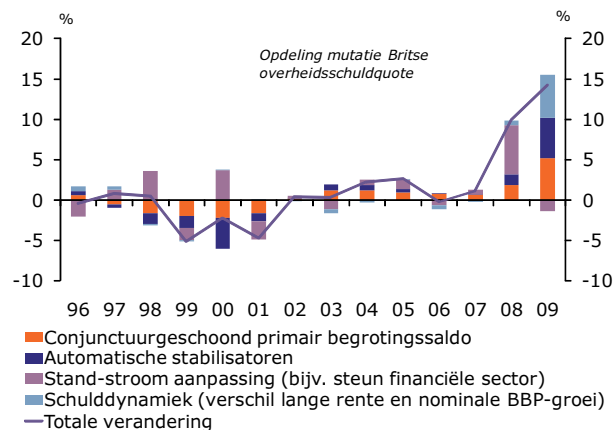
Aangezien de nettokapitaalimport maar weinig afnam, werd deze omslag naar zuinigheid voornamelijk gecompenseerd door vrijgevigheid van de regering (zie figuur 1). De nettofinancieringsbehoefte van de staat nam tussen 2007 en het afgelopen jaar met maar liefst 8,6% toe. De overvloed aan regeringsmaatregelen in combinatie met de werking van automatische stabilisatoren leidde tot een explosie in de schuldquote van de publieke sector (zie figuur 2). En gezien de matheid van het economisch herstel valt te verwachten dat deze in de komende jaren nog blijft stijgen.

Figuur 1: Publieke sector gedwongen te handelen



Bron: Rabobank, Reuters EcoWin

Figuur 2: De schuldquote stijgt



Bron: Rabobank, EIU

Verenigd Koninkrijk

Velen begrijpen in dit licht niet dat de financiële markten nog steeds aannemen dat het VK gewoon zijn betalingsverplichtingen zal nakomen. Het land lijkt merkwaardig genoeg immuun voor de besmetting die landen als Portugal, Spanje en

Ierland in zijn greep heeft (zie figuur 3).

Moeten we de markten geloven? Kan het VK zijn schulden zonder problemen aflossen?

Of moet er rekening worden gehouden met een Grieks scenario? Wij denken dat de markten, in ieder geval op de korte termijn, gelijk hebben.

(Nog) geen tragedie

Concreet zien wij tien redenen waarom het minder waarschijnlijk is dat het VK hetzelfde lot wacht als Griekenland. Het VK:

1. is minder afhankelijk van 'nomadische' buitenlandse investeerders. De buitenlandse schuld bedraagt slechts 18% van het BBP, tegenover 97% voor Griekenland.

2. kent geen grote problemen bij het herfinancieren van schuld. Allereerst bedraagt de gewogen gemiddelde looptijd van de Britse staatsschuld bijna 13½ jaar, tegenover acht jaar voor Griekenland. Daarnaast wordt Brits schuld papier nog steeds beschouwd als een veilige en liquide beleggingscategorie, waardoor er veel vraag naar Britse staatsobligaties (*gilts*) blijft. Zij profiteren zelfs (samen met de kernlanden uit de eurozone) van de hervonden risicoaversie in de financiële markten.

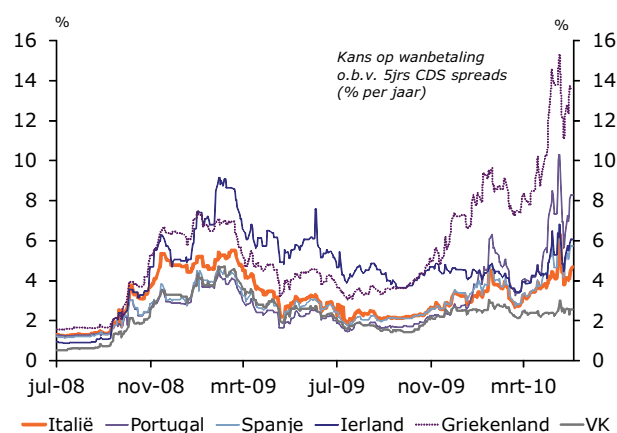
3. heeft een betaalbare schuld. De Britse nettorentebetalingen bedragen minder dan 5% van de totale begrotingsontvangsten, terwijl dat voor Griekenland maar liefst 9% is. Daardoor zou alleen een drastisch hoger rendement op Britse staatsobligaties over een langere periode de kosten van de rentebetalingen doen stijgen tot vergelijkbare hoogten als die van Griekenland.

4. kan bogen op geloofwaardige begrotingsstatistieken. Waar de Griekse regering te kampen heeft met een 'geloofwaardigheidstekort', stellen de financiële markten vertrouwen in de officiële Britse cijfers.

5. kent een minder groot vergrijzingsvraagstuk. Volgens ramingen van de Europese Commissie (EC) zullen de kosten van de vergrijzing voor de komende tien jaar voor het Verenigd Koninkrijk aanzienlijk lager liggen (20,3% van BBP) dan in Griekenland (25,2% van BBP).

6. heeft een betere staat van dienst. De Britse staat koos in 1594 voor het laatst voor het niet aflossen van de buitenlandse schuld. En vanwege de status van Groot-Brittannië als *de facto* financieel centrum van Europa, zal de regering wel twee keer nadenken voor zij nu naar dit noodmiddel grijpt. De hieruit voortvloeiende schade aan de Britse reputatie zou immers de voordelen van het opschorten van de betalingen veruit tenietdoen. Een exodus van bankiers naar

Figuur 3: Begrotingscrisis? Waar dan?



Bron: Rabobank, Reuters EcoWin

Verenigd Koninkrijk

Parijs of Frankfurt is wel het laatste wat de Britse regering zou willen zien. De Griekse staat van dienst (in de afgelopen twee eeuwen schortte Griekenland vijf keer de betalingsverplichtingen op) biedt de markten daarentegen weinig troost. *7. steekt minder diep in de schulden.* Voor het VK ligt de nettoschuld (de schuld verminderd met bezit van financiële activa) van de publieke sector met 47% van het BBP aanzienlijk lager dan die van Griekenland (86% van het BBP). Ook afgemeten naar de brutoschuld (68% respectievelijk 115%), staat het VK er beter voor dan Griekenland. Hierbij moet ook worden bedacht dat de stijging in de Britse schuldquote voor een groot deel werd veroorzaakt door de steun aan de financiële sector, die uiteindelijk grotendeels door de betrokken banken zal worden terugbetaald. De staatsschuld in Griekenland is daarentegen geheel te wijten aan de afnemende groei van het BBP en de stijgende rentetarieven en begrotingstekorten.

8. kan profiteren van de eigen centrale bank. Geconfronteerd met paniek op de markten en afnemende liquiditeit heeft de Bank of England besloten om als redder in nood geld te drukken, om met deze kwantitatieve verruiming het vertrouwen op de markt positief te beïnvloeden. In de bekende woorden van de voormalige Amerikaanse minister van Financiën, Hank Paulson: *"Als men weet dat je een bazooka op zak hebt, hoeft je hem waarschijnlijk niet te gebruiken."* In de wetenschap dat een dergelijke 'nucleaire' optie tot de mogelijkheden behoort, vragen marktpartijen een lager rentetarief. De Bank of England heeft tot op heden voor bijna GBP 200 miljard aan Britse staatsobligaties gekocht, bijna 25% van de uitstaande schuld. De ECB toonde tot voor kort terughoudendheid op dit vlak, maar heeft nu toch besloten om ook staatsobligaties op te kopen. Het opkopen van een kwart van de Griekse staatsschuld (ongeveer 80 miljard euro) is echter veel minder waarschijnlijk, aangezien de ECB zich dan gedwongen zou kunnen zien om dat ook voor de rest van de periferie van de eurozone te doen. Het totaal aan op te kopen staatsschuld zou dan kunnen oplopen tot het duizelingwekkende bedrag van 760 miljard euro.

9. kan profiteren van devaluatie van zijn valuta. In deze zware tijden kan het VK zich gelukkig prijzen nog over een eigen wisselkoers te beschikken. De problemen voor de Griekse staat worden immers grotendeels veroorzaakt doordat de Griekse concurrentiepositie op de wereldwijde markt is verslechterd. Door een sterke stijging van de reële lonen gedurende de afgelopen tien jaar stegen de arbeidskosten per eenheid product in dat land met 50,3%. In het VK bedroeg deze groei slechts ongeveer 20%. En vanwege de eurodwangbuis kan Griekenland zijn concurrentiepositie alleen verbeteren via een zeer pijnlijke interne devaluatie, waarbij reële lonen en prijzen moeten dalen. Exporteurs in het VK kunnen daarentegen profiteren van een sterke afwaardering van het Britse pond. Sinds januari 2008 is de Britse handelsgewogen wisselkoers (gecorrigeerd voor inflatie) met 17,6% gedaald (voornamelijk door afwaardering van het Britse pond), terwijl die van Griekenland met 2% steeg. Daarnaast profiteert het VK met zijn zwevende wisselkoers ook van de mogelijkheid om deflatie te bestrijden, omdat dat het risico van een neerwaartse deflatiespiraal verkleint.

Verenigd Koninkrijk

10. profiteert van een sterkere positieve groei van het BBP. Na zes opeenvolgende kwartalen van BBP-krimp, met een daling van 4,9% over 2009, wist het VK in het vierde kwartaal van 2009 aan de recessie te ontsnappen. Wij verwachten dat de groei in de komende maanden aan kracht zal winnen als de export, gesteund door de lage stand van het pond, weer op stoom komt. Sterkere groei zal helpen de pijn van de begrotingsaanpassingen te verzachten, vanwege de hieruit voortvloeiende hogere belastingopbrengsten en lagere uitgaven aan onder meer werkloosheidsuitkeringen. Voor Griekenland zijn de vooruitzichten minder rooskleurig: het land moet eerst bezuinigen om het vertrouwen van het publiek terug te winnen. In ramingen van het IMF zal het Griekse BBP, na een krimp van 2% in 2009, dit jaar met 4% en volgend jaar met 2½% afnemen.

Maar achteroverleunen kan nog niet

Het VK geniet tot nog toe het voordeel van de twijfel van de financiële markten. Gelet op de ervaringen in de eurozoneperiferie doet de nieuwe regering er echter verstandig aan het geduld van de markten niet onnodig op de proef te stellen. Het conjunctuurgeschoonde primaire tekort van de Britse publieke sector (5,2% van BBP in 2009) ligt hoger dan dat van Griekenland (4,5% van BBP in 2009) en dit getal impliceert dat het economisch herstel het begrotingstekort slechts deels kan oplossen. Aanvullend moeten belastingverhogingen en bezuinigingen worden doorgevoerd. Zorgwekkender is echter dat de geplande halvering van het begrotingstekort over de komende vier jaar is gebaseerd op erg optimistische economische voorspellingen. De autoriteiten voorzien een BBP-groei met 3¼% voor 2011 en 3½% voor de daaropvolgende jaren. Hierin zijn niet de effecten verwerkt van de verscherping van het begrotingsbeleid, die in de komende kwartalen in werking zal treden. Daarnaast zal de binnenlandse vraag door de afbouw van schulden in de particuliere sector nog geruime tijd zwak blijven, al valt evenmin te verwachten dat huishoudens en ondernemingen voor eeuwig 9,8% minder dan hun inkomen blijven uitgeven. Vervolgens is het herstel voornamelijk gebaseerd op de (tijdelijke) voorraadcyclus. Ten slotte biedt de devaluatie van het pond slechts tijdelijk verlichting: de groei wordt geremd door de economische problemen in de eurozone, met bijna de helft van de Britse export de grootste handelspartner voor het VK.

De nieuwe regering ziet zich daarmee voor een tweevoudige uitdaging gesteld: de staatsbegroting moet op orde worden gebracht, zonder daarbij het economisch herstel in de kiem te smoren. De timing in dit proces is lastig, maar de hoofdrol lijkt weggelegd voor bezuinigingen, aangezien deze minder schadelijk zijn voor economische groei dan belastingverhogingen (zie hiervoor onze special: *Demystifying the path towards debt sustainability*). Daarnaast kan de regering de kans op succes vergroten door te kiezen voor beleid dat de economie stuurt in de richting van meer export in plaats van consumptie. Verder kan de Bank of England helpen door de rentetarieven laag te houden.

Shahin Kamalodin
S.A.Kamalodin@rn.rabobank.nl