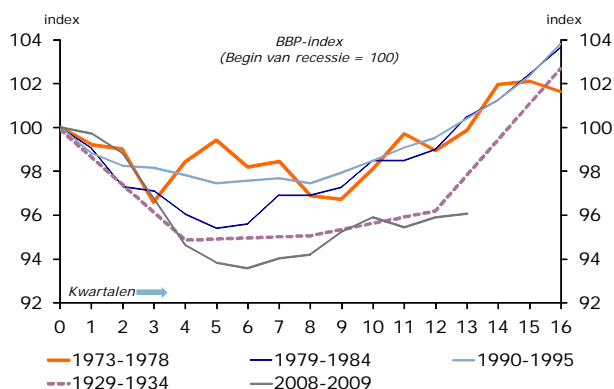


Verenigd Koninkrijk

Neerwaartse risico's nemen toe

Het nieuws over de economie van het Verenigd Koninkrijk gaat van kwaad tot erger. De ontwikkeling van het bruto binnenlands product (BBP) over de laatste negen maanden is vrijwel vlak en de vooruitzichten zijn niet veel beter.

Figuur 1: BBP beweegt slechts zijwaarts



Bron: Reuters EcoWin, Capital Economics, Rabobank

Huishoudens hebben nog steeds te kampen met flinke tegenwind en de vooruitzichten voor de export zijn op z'n best onzeker te noemen. Het Monetaire Beleidscomité ziet inmiddels unaniem af van renteverhoging. Tegen deze achtergrond verwachten wij geen monetaire verkrapping vóór november 2012.

Optimisten zoeken bij herhaling excuses voor de sterk tegenvallende economische prestaties. Zo kon de zeer koude winter de economische krimp in het vierde kwartaal van 2010 verklaren. De hogere grondstofprijzen, de aardbeving in Japan en het zeer warme weer leidden tot het teleurstellende groeicijfer in het eerste kwartaal van 2011. En een serie 'bij-

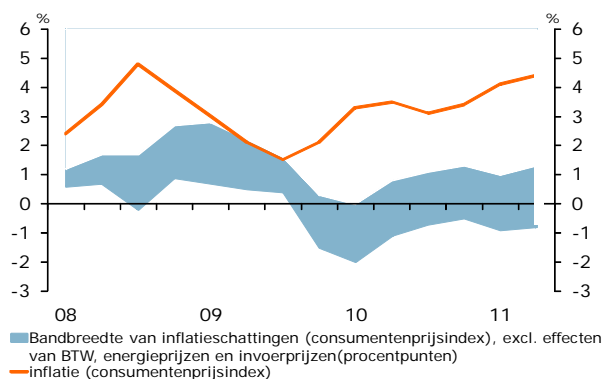
zondere factoren' (zoals de extra bank holiday, de koninklijke bruiloft en de naijlende effecten van de aardbeving in Japan) is schuld aan de armzalige BBP-stijging van 0,2% in het tweede kwartaal. De optimisten benadrukken dat de onderliggende BBP-groei veel sterker was (ongeveer 0,7% volgens het Britse statistische bureau ONS). Dat mag zo zijn, maar beweren dat het herstel van de economie van het VK erg solide is, is desondanks weinig overtuigend tot volledig absurd. Als incidentele factoren de groei zo eenvoudig drukken, onderstreept dat alleen maar hoe zwak het fundament eronder is. Feit is dat de economische activiteit de afgelopen negen maanden vrijwel niet toenam en het herstel zelfs zwakker is dan na de Grote Depressie (zie figuur 1).

Toegegeven, de groei in het derde kwartaal van 2011 zal enige steun ondervinden als de tijdelijke negatieve factoren verdwijnen. Verwacht echter niet dat het herstel snel indrukwekkende vormen zal aannemen of zich stevig zal verankeren, nu de met hoge schulden beladen huishoudens te lijden hebben van **een viervoudige tegenslag** in de vorm van (i) dalende netto vermogens, (ii) lagere reële lonen, (iii) oplopende werkloosheid en (iv) een krappere budgettaire beleid. Voor wat betreft het eerste punt ondervinden huishoudens een negatief vermogens-effect van de sterk dalende aandelenkoersen. Op het moment van schrijven heeft de FTSE 100 index ten opzichte van een maand geleden ongeveer 15% ofwel circa GBP 2.400 miljard aan waarde verloren. Natuurlijk is het feit dat de huizenprijzen niet verder dalen goed nieuws, aangezien het vermogen dat in huizen vastzit 60% uitmaakt van het totale vermogen van de huishoudens. Laten we echter niet vergeten dat de prijzen nog steeds zijwaarts bewegen en ver onder hun hoogtepunt liggen (ongeveer 18% volgens de Halifax index).

Verenigd Koninkrijk

Om het allemaal nog erger te maken, houden de lonen geen gelijke tred met de kosten van levensonderhoud. De loongroei *exclusief bonussen* (2,2% in juni) blijft duidelijk onder het inflatietempo (4,4% in juli). Helaas zijn de vooruitzichten voor de inflatie op korte termijn verslechterd doordat RWE npower als vijfde van de 'grote zes' nutsbedrijven een flinke stijging van de tarieven bekend heeft gemaakt. Deze verhogingen (gemiddeld 16,6% voor gas en 10% voor elektriciteit) zullen de druk op de reële inkomens van de huishoudens de komende maanden verder vergroten. Een positief punt is de bandbreedte van de schattingen van de Bank of England (BoE) van de onderliggende inflatie (figuur 2) die een flink stuk onder het gepubliceerde cijfer ligt.

Figuur 2: Onderliggende inflatie is nog heel laag



Bron: Bank of England

Wanneer dus de mechanische basiseffecten volgend jaar uit de vergelijking zijn verdwenen, zal de inflatie naar verwachting aanzienlijk afnemen. Bovendien zal de lagere economische activiteit in combinatie met de scherpe correctie van de grondstofprijzen nog meer neerwaartse druk op het inflatiecijfer zetten, wat goed nieuws is voor de consument.

Dat gezegd hebbende, is het heel goed mogelijk dat consumenten nauwelijks profiteren van een dalende inflatie, gezien de teleurstellende ontwikkeling op de arbeidsmarkt. De werkloosheid steeg volgens de ILO tot 7,9% in de drie maanden tot juni, vergeleken met 7,7% in het voorgaande kwartaal. Intussen meldde een rapport van de BoE in juli een afnemende bereidheid van werkgevers om mensen in dienst te nemen. Gegevens van de Bank voor Internationale Betalingen geven aan dat leningen aan kleine en middelgrote ondernemingen, die aantoonbaar de grootste scheppers van werkgelegenheid zijn, bleven dalen in vergelijking met een jaar eerder (-4,5% op jaarbasis in juni). Bijgevolg zal de 'misery index' van het Verenigd Koninkrijk –het werkloosheidspercentage plus het inflatiecijfer, dat al op het hoogste peil staat van de laatste twintig jaar– de rest van het jaar waarschijnlijk verder toenemen.

Gezien de sterke tegenwind waar de huishoudens in het Verenigd Koninkrijk mee te kampen hebben, kunnen wij niet verwachten dat deze aan het herstel zullen bijdragen. De regering zou een helpende hand kunnen bieden door het proces van fiscale consolidatie te vertragen. Dit idee is echter zonder pardon afgewezen uit vrees dat het Verenigd Koninkrijk ook problemen op de obligatiemarkt zou krijgen. De last rust daardoor op het bedrijfsleven en de externe sectoren van de economie om het herstel weer op gang te krijgen. Voor wat betreft de eerstgenoemde hebben niet-financiële bedrijven in het Verenigd Koninkrijk hun netto besparingen de afgelopen jaren vergroot, waardoor hun gezonde balansen investeringen mogelijk maken.

Verenigd Koninkrijk

Onzekerheid over de vraag is echter de belangrijkste factor die het bedrijfsleven terughoudend maakt (zie figuur 3). De relatieve verslechtering van de financiële situatie, afgaande op de cijfers, helpt ook niet mee (zie figuur 4). Daarbij moet

Figuur 3: De top-6 redenen om niet te investeren



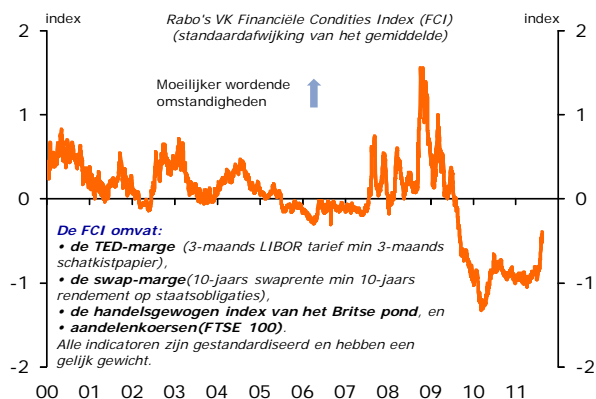
Bron: Bank of England

worden opgemerkt dat zelfs als de bedrijfsinvesteringen aantrekken, deze onvoldoende zijn om echt gewicht in de schaal te leggen (zij zijn verantwoordelijk voor minder dan 10% van het BBP). Het is daarom belangrijker wat er met de wereldwijde vraag gebeurt, die recent ook ingezakt is. Er is weinig reden tot vreugde, nu het sentiment van consumenten en producenten aan beide zijden van de Atlantische Oceaan verslechtert door de onzekere macro-economische vooruitzichten.

Duiven aan de winnende hand

Hierdoor moet de BoE met één arm op de rug gebonden de economische stagnatie bestrijden. In dit opzicht zijn wij blij dat de duiven bij de BoE echt aan de winnende hand zijn. Tijdens de bijeenkomst in augustus stemden de twee resterende haviken in het Monetaire Beleidscomité, Spencer Dale and Martin Weale, ook voor handhaving van de rentetarieven, terwijl zij in juni nog voor een renteverhoging hadden gestemd. Dit impliceert dat het uitzonderlijk ruime monetaire beleid langer zal worden gehandhaafd dan de markten enkele maanden geleden nog verwachtten. Wij gaan er nu van uit dat de eerste renteverhoging niet vóór november 2012 zal plaatsvinden. Ongelukkigerwijs zal zelfs dit niet voldoende zijn om de groei uit zichzelf te stimuleren. Ook nieuwe maatregelen op het gebied van kwantitatieve verruiming (QE2), zoals sommige marktpartijen hebben betoogd, zullen waarschijnlijk niet veel helpen zolang de fiscale beleidsmakers aan de zijlijn blijven staan. Sombere groeivoorzichten vragen budgettaire heroverweging!

Figuur 4: Financiële condities minder ruim



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Tabel 1: Kerngegevens VK

| jaar op jaar mutatie in % | '10 | '11 | '12 |
|------------------------------|-------|-----|-----|
| Bruto binnenlands product | 1,4 | 1¼ | 1½ |
| Particuliere consumptie | 0,7 | -½ | ¾ |
| Overheidsbestedingen | 1,3 | ¾ | -1¼ |
| Private investeringen | 3,7 | 1¾ | 6¼ |
| Uitvoer goederen en diensten | 5,2 | 6¼ | 5¼ |
| Invoer goederen en diensten | 8,8 | 1¼ | 2 |
| Consumentenprijzen | 3,3 | 4¼ | 2 |
| Werkloosheid (%) | 8,0 | 8 | 7¾ |
| Begrotingssaldo (% BBP) | -10,4 | -8½ | -7 |

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

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