

Financiële markten

Australië en Canada: hoge rente, grote problemen?

De malaise op de internationale obligatiemarkten sinds het begin van het jaar heeft de Australische en de Canadese obligatiemarkten relatief hard getroffen. Sinds eind januari is de kapitaalmarktrente in Australië met 410 basispunten gestegen, en die in Canada met 290 basispunten. Ter vergelijking, in Nederland, Duitsland en de Verenigde Staten steeg de rente respectievelijk 210, 208 en 230 basispunten. Wat is de oorzaak van de sterke stijging in Australië en Canada? Wijst de hoge rente op ernstige economische problemen? En is er aanleiding om te verwachten dat de rente op enig moment weer zal dalen?

Een belangrijke oorzaak voor de omvang van de rentestijging is dat Australië en Canada na de Verenigde Staten het verst zijn gevorderd in de conjunctuurcyclus. Dat maakt het gevaar voor een oplopende inflatie in bij voorbeeld Australië groot. Op de Canadese markt maken beleggers zich vooral zorgen over de overheidsfinanciën.

Oververhitting in Australië?

De belangrijkste reden voor beleggers om massaal hun Australische obligaties te verkopen, is angst voor een oplopende inflatie als gevolg van een oververhittende economie. In de eerste helft van 1994 groeide de Australische economie met gemiddeld 4,3%. De inflatieangst van de markt wordt vooral gevoed door de vrees dat de lonen de komende jaren te snel zullen stijgen. Sinds het begin van 1993 neemt de werkgelegenheid fors toe: er zijn 353.800 banen bijgekomen waarvan 248.400 full-time.

Vakbonden hebben hun gemiddelde looneisen voor het komende jaar op 5% gezet. De markt vreest dat het niet bij deze 5% zal blijven en herinnert zich de eerste helft van de jaren tachtig, toen de loonstijgingen tot boven de 10% opliepen.

Er is de afgelopen jaren echter veel veranderd in Australië. In tegenstelling tot in de jaren tachtig, worden de loonafspraken nu op decentraal niveau gemaakt. Bovendien heeft het bedrijfsleven er een groot belang bij om de verbeterde concurrentiepositie, die zij in de afgelopen jaren heeft verworven als gevolg van de forse waardevermindering van de Australische dollar, te behouden. Het bedrijfsleven richt zich steeds meer op de landen in Zuidoost-Azië. Inmiddels gaat van de totale exporten ruim 60% naar dit gebied, waarvan Japan de grootste afnemer is. In 1960 was dit nog maar 26%. Het Australische bedrijfsleven zal er alles aan doen om niet toe te geven aan de hoge looneisen.

Hoe vreemd het ook moge klinken, het grootste gevaar voor een te harde stijging van de lonen ligt wellicht nog in de forse renteverhogingen in de afgelopen drie maanden. Op 17 augustus verhoogde de 'Reserve Bank of Australia' (RBA) voor de eerste keer in vijf jaar de 'official cash rate', vergelijkbaar met de 'federal funds rate' in de VS, met 75 basispunten en op 24 oktober j.l. kwamen hier nog eens 100 basispunten bij. Met deze renteverhogingen proberen de monetaire autoriteiten zowel een oververhitting van de economie te voorkomen en de inflatie onder de doelstelling van 3% te houden. Net als in het Verenigd Koninkrijk kennen in Australië de meeste hypotheekrentes een variabele rente. De hypotheekrente is gekoppeld aan de 'official cash rate'. Vakbonden hebben al gewaarschuwd dat, wanneer de hypotheekrente te hard zal stijgen, rekening moet worden gehouden met hogere lonen om het effect van een stijging van de hypotheekrentes te compenseren. Hierdoor dreigt het gevaar dat

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.

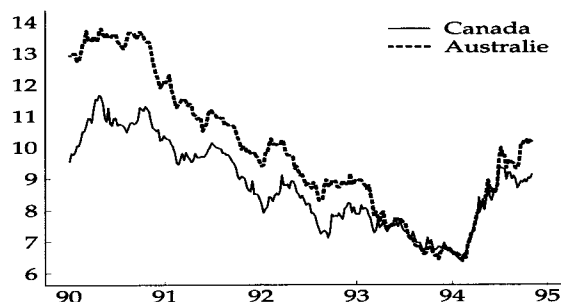
Australië in een vicieuze cirkel terecht komt: de minister van financiën Willis heeft al gezegd dat bij te hoge loonafspraken de rente verder omhoog gaat om een te sterke stijging van de inflatie tegen te gaan.

Dubbel-tekort

Daarnaast kampt Australië nog met het probleem van een 'twin deficit'. Het begrotingstekort voor dit jaar wordt geraamd op 2,5% van het bbp. Niet iets om bezorgd over te zijn, temeer daar de regering vastbesloten om is dit terug te dringen tot 1% in 1996/97. Maar de combinatie met een tekort op de lopende rekening van 4% van het bbp geeft wel aanleiding tot zorgen, vooral nu dit tekort de afgelopen maanden fors is opgelopen. Sinds het tweede kwartaal van 1994 zijn de bedrijfsinvesteringen fors gestegen en kapitaalgoederen zijn belangrijke importgoederen. Daarnaast verslechtert het tekort op de lopende rekening door de stijgende rentelasten op de buitenlandse schuld.

De markt stuurt er bij de Australische regering op aan dat zij, om iets aan het dubbel-tekort te doen, het begrotingstekort drastischer gaat aanpakken. De afgelopen weken heeft er een openlijke discussie plaatsgevonden tussen minister van financiën Willis en premier Keating of en in hoeverre er maatregelen genomen moeten worden. Die discussie is nog niet afgerond, maar men kan vertrouwen hebben in een goede afloop. In

Figuur 1. Kapitaalmarktrente (10-jars) in Canada en Australië



de jaren tachtig was premier Keating zelf minister van financiën, en des tijds heeft hij een reputatie opgebouwd door het overheidstekort snel terug te dringen. Op 9 mei 1995 wordt de nieuwe begroting gepresenteerd. Waarschijnlijk zullen dan maatregelen worden aangekondigd om het probleem aan te pakken.

Canadese begrotingsproblemen

In tegenstelling tot Australië is de stijging van de Canadese lange rente veel meer veroorzaakt door onzekerheden over de begroting en de binnenlandse politiek dan door inflatievrees.

Net als de VS raakte de Canadese economie in 1990 in een recessie. De Canadese recessie was veel dieper dan in de VS en het herstel kwam moeizamer op gang. Uiteindelijk trokken de exporten de Canadese economie uit het dal. Ruim 80% van de totale Canadese exporten gaat naar de VS en het Canadese bedrijfsleven heeft fors geprofiteerd van de Amerikaanse groeiversnelling aan het einde van 1993. De binnenlandse vraag bleef lange tijd achter. De inflatie was op het moment waarop wereldwijd de lange rente omhoog ging laag, en is nog steeds laag (1,6%).

Er is nog een andere reden die het negatieve sentiment op de Canadese obligatiemarkten heeft versterkt. Canada kampt al jaren met grote begrotingsproblemen. De overheidsschuld als percentage van het bbp nadert de 100% en het is zelfs niet uitgesloten dat deze grens inmiddels gepasseerd is. Wat dat betreft hoort Canada thuis in het rijtje van België, Italië en Zweden. Dat de schuld zo hoog is, is niet alleen de federale regering te verwijten maar vooral de provincies. In 1990 was slechts 14% van de totale schuld afkomstig uit de provincies, inmiddels is dit opgelopen tot 32%. Daarnaast bestaat het tekort, 6,4% van het bbp, vrijwel geheel uit rentelasten.

Buitenlandse belegger zegt vertrouwen op

Het zijn met name de buitenlandse beleggers geweest die Canada vaarwel hebben gezegd. Dat is ernstig, omdat naar schatting ongeveer één-derde van de federale schuld en ruim de helft van de provinciale schuld in handen is van buitenlandse beleggers. Waren het in het begin van de

jaren tachtig nog vooral de Amerikanen, in de jaren daarna zijn daar Europeanen (met name de Britten) en Aziaten bij gekomen. Vooral Japan ontpopte zich in de tweede helft van de jaren tachtig als een omvangrijke netto-aankoper van Canadees papier. De laatste twee jaren zijn het echter juist de Japanners die hun belangen in Canadese obligaties hebben teruggebracht. Zowel in 1993 als in de eerste helft van 1994 waren zij netto-verkopers van Canadese obligaties (zie tabel 1). De belangrijkste reden hiervoor zijn uiteraard de binnenlandse financiële moeilijkheden in Japan en het matige rendement dat Canadese obligaties voor Japanners, veroorzaakt door de sterke waardevermindering van de Canadese dollar ten opzichte van de yen (sinds 1992 met 36%).

Dat buitenlandse beleggers geen vertrouwen meer hebben, blijkt ook uit het feit dat zij steeds meer de voorkeur geven aan Canadese schuld in buitenlandse valuta. Een flink deel van de schuld (ongeveer 27%) luidt inmiddels in vreemde valuta. Voor Canada kan dit nadelig zijn omdat bij een vertrouwenscrisis onder beleggers gepaard met een waardedaling van de Canadese munt, de betaling van rente en aflossing in buitenlandse valuta extra moeilijk wordt.

De regering zal een geloofwaardiger fiscaal beleid moeten gaan voeren om beleggers terug te laten keren naar de Canadese obligatiemarkt. Het is echter nog maar de vraag in hoeverre de federale regering en de provincies bereid zijn drastische maatregelen te nemen. Nu de economie harder groeit dan vooralsnog werd aangenomen, kan de Canadese regering aan de inkomstenkant rekenen op een forse meevaller. Ging zij in de ramingen van begin 1994 nog uit van een groei van 3%, inmiddels is wel duidelijk dat dit minimaal 4% zal worden.

Er zijn echter ook tegenvallers te verwachten. Het grootste deel van het Canadese tekort bestaat uit rentelasten. Het moge duidelijk zijn dat de renteverwachtingen die de regering in februari tijdens de begrotingsronde stelde, te optimistisch waren. Daarbij komt dat de gemiddelde looptijd van de Canadese schuld kort is. De Canadese regering gaat ervan uit dat iedere stijging van de rente met 1% de Canadese schuld in het eerste jaar met CA\$ 1,7 mrd doet toenemen en na

Tabel 1. Aan- en verkopen Canadese obligaties door buitenlandse investeerders

CA\$ mrd	1992	1993	1994 ^a
Verenigde Staten	14,1	22,1	8,5
Japan	1,6	-6,2	-4,6
Verenigd Koninkrijk	-0,1	9,2	-1,0
Europa en Azië	0,2	1,9	3,7

a. Jaar tot juni.

drie jaar zal dit, door samengestelde rente, tot CA\$ 3 mrd kunnen oplopen. Met andere woorden, zonder forse ombuigingen kan het tekort de komende jaren fors hoger uitkomen.

Naast de begrotingsproblemen houdt de kwestie-Quebec de financiële markten in haar greep. Het komende jaar mogen de inwoners van deze Canadese provincie zich uitspreken over afscheiding. Hoewel de kans hierop klein is, zullen de financiële markten de opiniepeilingen op de voet volgen.

Conclusie

Zowel Canada als Australië lijken op dit moment te kampen met grote problemen. Dit weerspiegelt zich in de recente forse rentestijging in beide landen. Op dit moment bedraagt de kapitaalmarktrente in Canada 9,1% en in Australië 10,5%.

In Australië is het probleem de oplopende inflatie en het tekort op de begroting. Canada kampt eveneens met het probleem van het overheids-tekort, en daarnaast met de politieke onzekerheid in Quebec. Het vertrouwen in de Australische regering is echter groter dan dat in de Canadese. De Australische regering heeft de afgelopen jaren een goede reputatie opgebouwd op het gebied van de tekortreductie. In Canada begint het langzamerhand tot de regering door te dringen dat drastische maatregelen noodzakelijk zijn. De afgelopen weken heeft de minister van financiën Paul Martin diverse voorstellen gedaan om op de sociale zekerheid te bezuinigen.

In beide landen zullen het komende jaar naar verwachting de noodzakelijke maatregelen gericht op tekortreductie genomen worden. De omvang van de rentestijging in deze landen vergeleken met die in andere landen lijkt dan ook overdreven.

Marja van der Giessen