

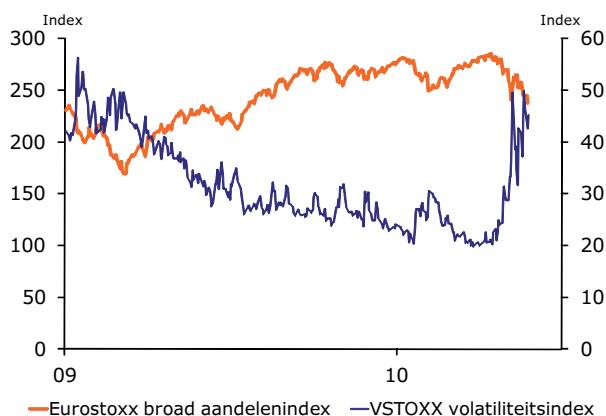
Rente en valuta

Oog van de storm verschuift

Na een klein jaar van betrekkelijke rust beleefden de financiële markten in de afgelopen maanden opnieuw een situatie die sterk doet denken aan de donkere dagen na de val van Lehman Brothers. Maar ditmaal lag het oog van de storm

niet in de Verenigde Staten, maar in de eurozone. En ditmaal is het geen hypotheekschulden crisis, maar een crisis in de markt voor overheidsschulden. Beleidsmakers hebben uiteindelijk ingegrepen om de situatie op de financiële markten te stabiliseren. Dat is tot op zekere hoogte gelukt. Maar de onderlinge politieke strubbelingen van de afgelopen maanden, de onzekerheid over de (juiste) implementatie van de plannen, evenals de economische consequenties hiervan, zorgen er op dit moment voor dat internationale investeerders de eurozone met grote argwaan bekijken. Het vertrouwen van deze investeerders terugwinnen is van het grootste belang. Geen eenvoudige taak.

Figuur 1: Angst stuwt optiepremies hoger



Bron: Reuters EcoWin

Staartrisiko keert terug

Ondanks de pogingen van EU-leiders om de problemen in Griekenland te isoleren, onder meer door op 12 april een leningenpakket ter waarde van 110 miljard euro aan te kondigen, verslechterde het sentiment op de markten in de weken daarna in steeds rapper tempo (figuur 1). Marktparticipanten vroegen zich af of Griekenland zich wel aan de afspraken met zijn eurozonepartners zou kunnen houden. Dit moet vooral worden gezien tegen de achtergrond van een grote weerstand bij het Griekse publiek tegen de pijnlijke bezuinigingen die in ruil voor het leningenpakket worden vereist. Belangrijker nog was het besef dat, als het alsnog mis zou lopen met Griekenland, ook landen als Portugal en Spanje in de gevarenzone zouden kunnen komen. Marktparticipanten begonnen zich te concentreren op de besmettingsgevaaren en de onderlinge exposures van financiële instellingen, die deze besmetting zouden kunnen veroorzaken. De (interne) onderlinge verwevenheid van het economische en financiële systeem in de eurozone is veel groter dan de onderlinge verwevenheid tussen de grote economische blokken, zoals de VS en de eurozone, laat staan Japan. Binnen de eurozone zien we een nog nauwere verwevenheid tussen de zuidelijke lidstaten.

En dus werden de berekeningen en inschattingen gemaakt: wat gebeurt er als Griekenland alsnog overgaat tot schuldsanering, of zelfs tot faillissement? Wat gebeurt er als ook Portugal hetzelfde lot als Griekenland ten deel valt en het geen toegang meer heeft tot de kapitaalmarkt? Gaat een land de eurozone verlaten?

Rente en valuta

Opdrogen liquiditeit als aanleiding voor actie

Ook extremere scenario's, zoals het volledig uiteenvallen van de eurozone, of een faillissement van een groter eurozoneland zoals Spanje, werden door beleg-

gers niet meer voor volledig onmogelijk gehouden. En, net als in de nadagen van 2008 na het faillissement van Lehman Brothers, dreigde de liquiditeit op te drogen. Ditmaal niet zozeer in de geldmarkt (alhoewel ook daar tekenen van 'stress' zichtbaar waren, figuur 2), maar vooral in de markt voor Europees overheidspapier, in het bijzonder dat van de zuidelijke lidstaten en Ierland. Het speciale karakter van de obligatiemarkt en het prijsvormingsproces speelt daarbij een rol. Er is geen 'effectenbeurs' waar obligaties worden verhandeld (maar wel handelsplatformen). Elke obligatielening is uniek en financiële instellingen zijn veel nadrukkelijker aanwezig in de obligatiemarkt. Niet alleen voor het

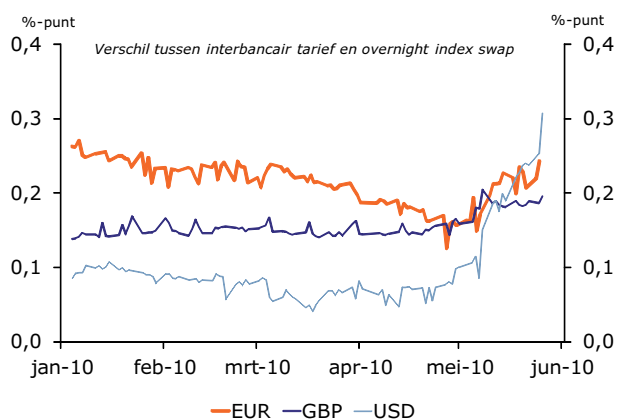
'maken van een markt', maar ook omdat deze instellingen overheidspapier aanhouden op hun balansen. Nieuwe BIS-regelgeving zal de noodzaak voor instellingen om dat papier aan te houden uit liquiditeitsoverwegingen alleen nog maar vergroten in de toekomst (de nieuwe regels worden mogelijk in 2012 van kracht).

Ratingverlagingen

Tegen deze achtergrond moeten we de neerwaartse spiraal plaatsen, die in de loop van april ontstond. Een aantal ratingverlagingen voor het Griekse en Portugese overheidspapier door de grote kredietbeoordelingbureaus Moody's en Standard & Poors (op 22 en 27 april) leidde tot een golf van verkopen, waarbij kopers als tegenpartij steeds moeilijker te vinden waren. Als gevolg hiervan liepen de risico-opslagen voor het Griekse, Portugese, maar ook het Spaanse papier fors op. Zo steeg de risico-opslag voor 10-jaars Grieks staatspapier ten opzichte van Duits staatspapier tussen medio april en 7 mei met maar liefst 565bp (Portugal met 222bp, Ierland met 164bp en Spanje met 93bp).

Daarbij verslechterde ook het sentiment op andere financiële markten. Zo liepen de risico-opslagen in de geldmarkt, die vooral 'tegenpartij'-risico's reflecteren ook op, ondanks dat de liquiditeitssituatie in die markt relatief ruim is. Dit is vooral zichtbaar in de interbancaire tarieven voor dollars. Het opdrogen van de liquiditeit in de markten en de steeds verder oplopende risico-opslagen was voor de ministers van Financiën aanleiding om op 9 mei uiteindelijk met een 'reddingsplan' te komen, toen bleek dat woorden niet langer voldeden.

Figuur 2: Risico-opslagen geldmarkt omhoog



Bron: Reuters EcoWin

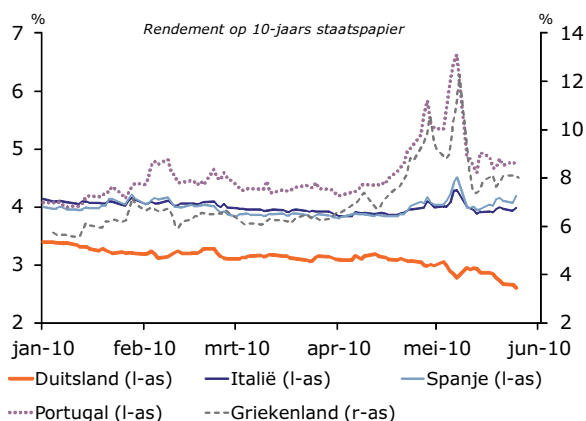
Rente en valuta

Plan dwingt markten om eurozone weer als een geheel te bezien

Kort samengevat komt het plan voor een Europees stabilisatiemechanisme er op neer dat een land, in geval van nood, op financiële steun van zijn eurozonepart-

ners kan rekenen. Er zal zestig miljard euro vrijwel direct beschikbaar komen uit de begroting van de Europese Commissie. Daarnaast stellen de eurozonelanden zich gezamenlijk garant voor nog eens 440 miljard euro aan potentiële leningen. Het IMF doet hier nog eens 250 miljard euro bovenop. De financiering van die 440 miljard euro is niet rond, maar het lijkt er op dat deze leningen zouden kunnen worden aangetrokken in de kapitaalmarkt door een speciaal financieringsvehikel waarbij de eurozonelanden gezamenlijk garant staan voor de terugbetaling ervan. Dit betekent in feite dat er uitgifte zou plaatsvinden van eurozoneschuldbewijzen – met een kredietwaardigheid die gelijk is aan het gemiddelde van de eurozonelanden. Het zou de eerste

Figuur 3: Interventies remmen verder uiteenlopen van obligatierendementen



Bron: Reuters EcoWin

stap zijn in de richting van een gezamenlijke financiering van eurozone-overheden (zie ook Rabobank Special 2009/02: Maak de euro sterker). Maar op dit moment is het plan slechts bedoeld als laatste redmiddel en niet als gangbaar middel ter financiering van overheidstekorten.

Forse daling opslagen overheidspapier...

Er vanuit gaande dat alle nationale parlementen de plannen goedkeuren (dat is niet geheel triviaal gezien de strubbelingen rond het Griekse reddingsplan), stellen we in ieder geval vast dat de grootte van het totale bedrag (750 miljard euro), dat bijna drie maal het begrotingstekort over 2009 van Italië, Spanje, Portugal, Griekenland en Ierland gezamenlijk bedraagt, in principe een voldoende afschrikwekkende werking zou moeten hebben. Het moet ook een signaal zijn dat de eurozonelanden er alles aan zullen doen om het faillissement van een of meer eurozonelanden in de toekomst te voorkomen.

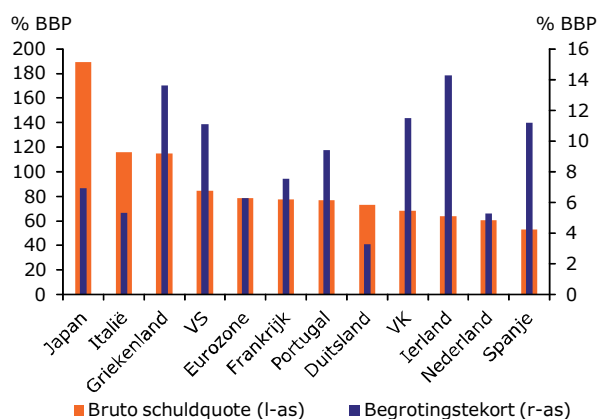
Maar gezien het turbulente proces in de aanloop naar de plannen was de marktreactie na bekendmaking ervan heel wat minder positief geweest als niet ook de ECB een duit in het zakje had gedaan. Met name de aankondiging dat de ECB zal interveniëren in de obligatiemarkt indien er sprake is van een 'disfunctioneren' had een grote impact op de markt. De maatregelen van de ECB zijn vooral gericht op het verbeteren van de liquiditeitssituatie in de obligatiemarkt en in de geldmarkt. In de eerste week na aankondiging van de plannen daalden de risicoopslagen voor 10-jaars Grieks, Portugees, Iers en Spaans staatspapier met respectievelijk 480, 170, 132 en 56 basispunten (figuur 3).

Rente en valuta

... en een stap in de goede richting

Gezamenlijk (en mits door parlementen bekrachtigd) zouden de plannen kunnen helpen bij het terugbrengen van de financiële stabiliteit in de eurozone. De ge-

Figuur 4: Ketting is zo sterk als zwakste schakel



Bron: Reuters EcoWin

dachte is immers dat het bestaan van een vangnet de markten ertoe dwingt om de eurozone weer meer als een geheel te gaan beschouwen (met al haar sterke en zwakke punten) in plaats van zich alleen op de zwakke schakels in de keten te richten. Het gemiddelde van de begrotingstekorten van de eurozonelanden in 2009 bedroeg 6,3%, wat positief afsteekt tegen dat van de VS, het VK en Japan (figuur 4).

Maar daarmee zijn nog niet alle problemen de wereld uit. De eurozonelanden zullen meer werk moeten maken van het elkaar onderling controleren op naleving van de begrotingsregels en deze regels wellicht zelfs moeten

aanpassen en verscherpen. Om het vertrouwen van internationale investeerders te herwinnen is het, meer dan ooit, van belang dat landen hun begrotingstekorten op een houdbaar en neerwaarts gericht pad brengen. Dat zal op korte termijn ten koste gaan van de groei (zie voor een uitgebreide analyse van de effecten het hoofdstuk over de eurozone verderop in deze publicatie). Maar ook structurele problemen met betrekking tot het functioneren van de markten voor goederen en diensten, en voor arbeid, evenals het tekort aan concurrentievermogen van een aantal eurozonelidstaten dienen te worden aangepakt. Dat kost veel tijd en het trackrecord van de eurozonelanden voor wat betreft de uitvoering van de Lissabon Agenda is tot nu toe teleurstellend. De markten zullen zich naar verwachting vooral op deze structurele problemen blijven richten.

Groeiremmende factoren remmen ook ECB

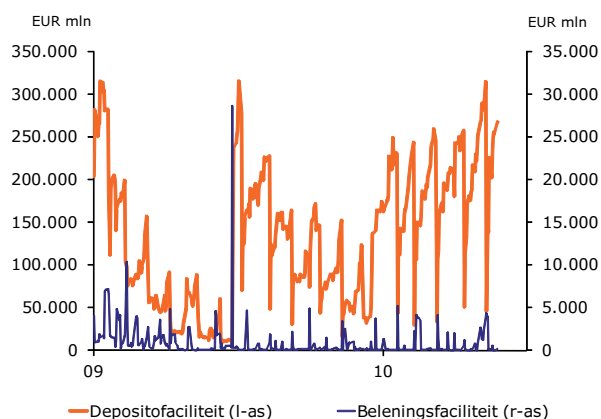
Met sappige wortel (110 miljard euro aan leningen) en harde stok (strengere condities) hebben de eurozonelanden en het IMF Griekenland onder grote druk gezet om forse bezuinigingsmaatregelen door te voeren. Na de presentatie van het gezamenlijke financiële vangnet van 750 miljard euro hebben ook Spanje en Portugal toegezegd extra bezuinigingen door te zullen voeren. Voor de meeste eurozonelanden geldt dat hun economieën er toch al niet al te florissant bij liggen. En dus ligt het voor de hand dat het verhoogde tempo van bezuinigingen een extra groeiremmers zal zijn in de komende jaren. Dit zou ook implicaties kunnen hebben voor het toekomstige monetaire- en liquiditeitsbeleid van de ECB.

Rente en valuta

ECB doet stap terug en opzij

Eind 2009 en begin 2010 had de ECB de eerste voorzichtige stappen gezet in het afbouwen van haar onconventionele beleidsmaatregelen, die vooral waren ge-

Figuur 5: Gebruik depositofaciliteit blijft hoog



Bron: Reuters EcoWin

richt op het verruimen van de liquiditeit op de geldmarkt na de 'Lehman schok'. De recente turbulentie heeft daar echter (tijdelijk) een stokje voor gestoken. De ECB heeft zelfs een aantal maatregelen (de onbeperkte verstrekking van 3- en 6-maands leningen aan de banken) tijdelijk weer tot leven gewekt. Ook heeft zij de swaplijn met de Fed heropend om tegemoet te komen aan de extra behoefte aan dollars bij Europese financiële instellingen. Hoewel deze maatregelen waarschijnlijk van tijdelijke aard zijn, verleggen zij het eindpunt van het afbouwtraject van de onconventionele maatregelen verder naar de toekomst.

Euribor-tarieven toch nog iets hoger?

De marktsituatie is op dit moment erg onzeker. Dit betekent dat de ECB uiterst voorzichtig zal opereren. Dat neemt niet weg dat wij de uitermate ruime geldmarktsituatie (figuur 5) in de loop van de tweede helft van dit jaar toch wat zien verkrappen – doch in een lager tempo dan wij oorspronkelijk hadden aangenomen. De reden hiervoor is met name het aflopen van de 12-maands tender eind juni. Daarnaast zijn ook de 'counterparty' risico's door de recente turbulentie in de obligatiemarkten weer duidelijker aanwezig – wat de belangrijkste reden is voor het recente oplopen van de Euribor-tarieven met enkele basispunten. Redelijkerwijs verschuift het punt waarbij de Euribor rentes weer in de buurt komen van het officiële beleidstarief (waarvan de ECB nog steeds zegt dat het niveau 'gepast' is) naar het einde van het jaar in plaats van het derde kwartaal. Een positieve bijkomstigheid van de recente turbulentie is dat de daarmee gepaard gaande daling van de euro de eurozone-economie een steuntje in de rug geeft en de negatieve effecten van de aangekondigde bezuinigingsmaatregelen op de economie enigszins verzachten.

Maar gegeven de enorme onzekerheden waarvoor veel landen in de eurozone zich op dit moment geplaatst zien, schuift ook de datum voor een eerste verhoging van de officiële beleidsrente verder naar de toekomst. Onder de huidige constellaties lijkt een renteverhoging voor de eerste helft van 2011 voorlopig niet meer haalbaar. Leidt het opkopen van overheidspapier op termijn tot een inflatiegolf? Vooralsnog denken we dat het risico hierop beperkt is, mede omdat de ECB heeft aangegeven een expansie van de totale liquiditeit te voorkomen door de extra gecreëerde liquiditeit als gevolg van de aankopen te neutraliseren door tegengestelde operaties in de geldmarkt.

Rente en valuta

Vlucht naar 'Bunds' sterker dan ooit

Op 21 mei bereikte het rendement op 10-jaars Duits staatspapier een (voorlopig) dieptepunt van 2,69% (figuur 6). Nog niet eerder is het rendement op het

papier zo laag geweest. Ondanks ultralage rendementen prijzen de markten nog geen serieus risico op deflatie in. De 10-jaars inflatieswap bedraagt momenteel ongeveer 2,2%. Dat roept natuurlijk vragen op. Waarom zijn beleggers bereid om met reëel rendement van 0,5% genoegen te nemen voor een periode van maar liefst tien jaar? In de naoorlogse periode hebben we vaak gezien dat een economisch herstel in combinatie met een toename van de inflatie, zoals we sinds medio 2009 hebben kunnen registreren, met enige vertraging gepaard ging met een stijging van de Duitse kapitaalmarktrente. Tot op heden is het tegenovergestelde gebeurd. Een van de verklaringen hiervoor is dat het Duitse papier

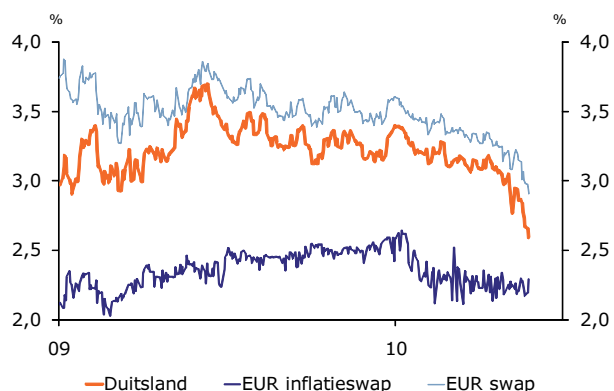
opnieuw, net als eind 2008, als vluchthaven heeft gefungeerd. De verkoopdruk die ontstond in de obligaties van de perifere eurozonelanden vertaalde zich in additionele vraag naar het veilige papier. Ook het Nederlandse en Franse staatspapier profiteerden hiervan, dit terwijl de overheidsfinanciën van Frankrijk ten opzichte van het eurozonegemiddelde niet eens gunstig afsteken.

Europese swaprente: opwaarts potentieel bij stabilisatie

Ondanks de sterke stijging van de rendementen op het overheidspapier van de zuidelijke lidstaten en Ierland hebben de eurozone swaprentes het Duitse overheidspapier op de voet gevolgd. De swaprentes vormen vooral een reflectie van het renterisico (er is geen hoofdsomrisico bij een swapovereenkomst) en niet zozeer het kredietrisico. Het Europese stabilisatiemechanisme en de interventies van de ECB in de markt voor overheidspapier zouden moeten bijdragen aan het ineendrukken van de risicopremies in de obligatiemarkt. Er is immers sprake van een herverdeling van het faillissementsrisico van de zwakkere naar de sterkere eurozonelanden, terwijl de maatregelen van de ECB er voor moeten zorgen dat de liquiditeitssituatie in de obligatiemarkten langzaam verbetert.

Onder de veronderstelling dat we op de middellange termijn ook een stabilisatie in het algehele marktsentiment gaan zien (op korte termijn lijkt dit niet haalbaar), zou dat betekenen dat de vlucht in Duits overheidspapier wordt gestopt en zelfs weer omkeert naar de risicovoller landen. Dat zou op een termijn van zes tot twaalf maanden tot een stijging van de swaprentes leiden, zelfs al blijven de vooruitzichten voor de economie gematigd. Een afglijden naar een deflatie-scenario zou deze voorspelling kunnen doorkruisen. Maar vooralsnog is het daar in onze optiek wat te vroeg voor.

Figuur 6: 10-jaars tarieven



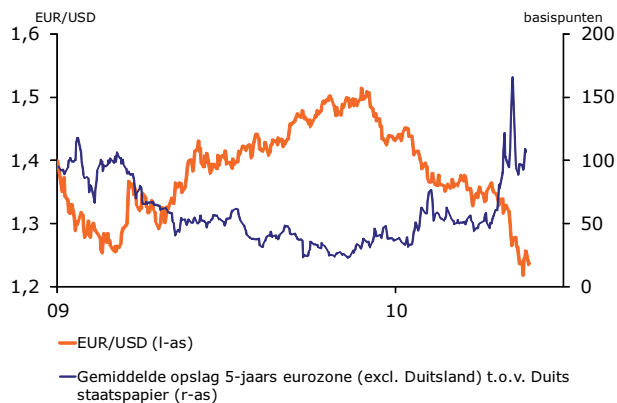
Bron: Reuters EcoWin, Bloomberg

Rente en valuta

Verwachtingen voor euro bijgesteld

Tussen eind februari en 21 mei is de euro-dollar koers met maar liefst 8% gedaald (figuur 7). De recente turbulentie in de obligatiemarkten heeft de zwakke

Figuur 7: Daling euro is vlucht uit eurozone



Bron: Reuters EcoWin

punten van Europa nog eens nadrukkelijk blootgelegd. Ondanks hun interventies, stralen Europese beleidsmakers onvoldoende eensgezindheid uit. Wij hebben onze raming voor het euro-dollar valutapaar verder naar beneden bijgesteld. We zien het valutapaar op een termijn van zes maanden naar een bandbreedte van tussen de 1,10 en 1,15 zakken. Voor een deel reflecteert dit onze verwachting dat de Amerikaanse centrale bank de rente eerder zal verhogen dan de ECB. De Amerikaanse economie herstelt zich krachtiger dan die van de eurozone, waar bezuinigingen het economisch herstel juist dempen. Daar staat tegenover dat de euro kan gaan profiteren van

het 'first mover advantage' op een termijn van zes tot twaalf maanden. In de loop van 2011 zou wel eens het besef kunnen doordringen dat de pijnlijke maatregelen die de eurozonelanden nu nemen, hun vruchten zullen gaan afwerpen, terwijl de begrotingsproblemen van de VS nog onvoldoende zijn aangepakt. Op een termijn van twaalf maanden zien wij een koers van rond de 1,23.

Britse pond blijft profiteren van eurosceptis

Het Britse pond werd de afgelopen maanden sterker tegenover de euro. Het EURGBP valutapaar daalde van ongeveer 0,90 eind februari naar 0,87 in mei. Onzekerheid over de verkiezingsuitslag werd overschaduwd door de turbulentie in de eurozone. Recente cijfers bevestigen dat de Britse economie na zes kwartalen van krimp weer groeit, al is het herstel nog steeds fragiel (zie ook pagina 39). Een bijkomend probleem is verder de oplopende inflatie (al is dit deels terug te voeren op een BTW-verhoging). Wij verwachten dat het Britse pond zijn stijging zal gaan vervolgen. Ten eerste omdat wij denken dat de nog steeds lage koers van het pond positieve effecten zal hebben op de export en daarmee op de economie. Ten tweede verwachten wij dat het pond blijft profiteren van de problemen in de eurozone. De Bank of England zal, gezien de recente ontwikkelingen in de eurozone, waarschijnlijk eerder in staat zijn om de rente te verhogen dan de ECB. Op de achtergrond speelt nog wel een aantal zaken die negatief kunnen doorwerken voor de Britse economie. De nieuwe coalitieregering van conservatieven en liberaal-democraten lijkt de zorgen over de Britse kredietwaardigheid wat naar de achtergrond te hebben geschoven, maar onzekerheid over de koers die zal worden ingezet voor wat betreft de overheidsfinanciën vormt nog wel een risico voor het Britse pond.

Elwin de Groot
Elwin.de.Groot@rabobank.com