

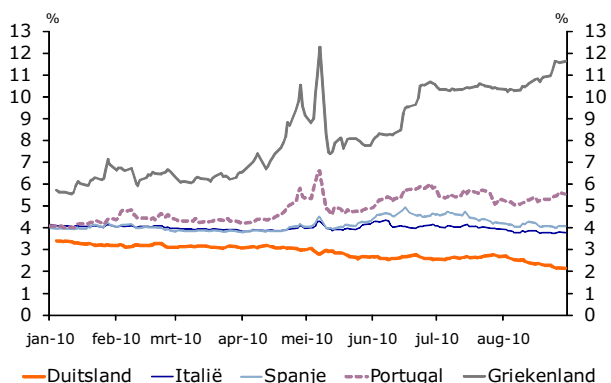
# Rente en valuta

## Penduleklokje

*U kent het wel: zo'n pendule klokje dat vroeger bij oma thuis stond. De pendule is sinds eind juni van uiterst links naar rechts gezwiept. Of wat dacht u van: 'Jantje lacht, Jantje huilt'. Allemaal prachtige metaforen die het gedrag van de*

*markten in afgelopen maanden beschrijven. Stond het vertrouwen in Europa in de lente nog op een dieptepunt en bestempelden marktparticipanten een uiteenvallen van de eurozone niet langer als een wilde gedachte, inmiddels is dit omgeslagen in de angst voor een 'dubbele dip' recessie in de VS en de hoop/verwachting dat de groei in Europa op de goede weg is. In onze ogen beiden voorbarige conclusies, maar het Europese 'meltdown scenario' lijkt voorlopig even gekeerd.*

**Figuur 1: Sentiment is verbeterd, maar spreads blijven hoog**



Bron: Reuters EcoWin

### Eerst scepsis...

In het vorige kwartaalbericht stelden wij vast dat het hulppakket voor Griekenland en de oprichting van een Europese Financiële Stabilisatie

Faciliteit (EFSF) goede stappen waren om de eurozone weer op het juiste pad te brengen. Met daarbij wel de aantekening dat er nog veel moest gebeuren om het vertrouwen van internationale investeerders te herwinnen. Marktentwikkelingen in mei en juni weerspiegelden in eerste instantie vooral de scepsis onder beleggers ten aanzien van de slaagkans van deze maatregelen. Begin juni stond de BBP-gewogen risico-opslag van eurozone landen ten opzichte van het Duitse staatspapier op hetzelfde niveau (ongeveer 135bp) als vlak voor de aankondiging van de EFSF, en eind juni lag deze opslag zelfs nog hoger (ruim 160bp). Vooral het Spaanse en Portugese overheidspapier hadden te lijden onder het afbrokkelende vertrouwen. Internationale beleggers lieten het afweten bij veilingen van het papier. Ook in bredere zin was het marktsentiment aangeast, vanwege de angst dat de Europese schulden crisis ook consequenties zou kunnen hebben voor het (wereldwijde) economische herstel. Zelfs de Amerikaanse Federal Reserve verwees in haar statement van 23 juni –zij het omfloerst– naar de turbulentie in Europa. De Eurostoxx 50 aandelenindex daalde in de maand mei met ruim 7% en in juni nog eens met 1,5%. Het eurodollar valutapaar bereikte in juni een dieptepunt van 1,19, terwijl eind maart nog 1,35 werd genoteerd.

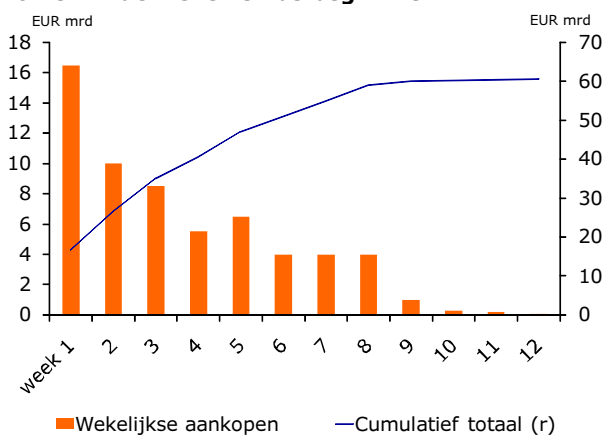
### ... daarna een zucht van verlichting

Begin juli leek het sentiment op de markten echter te verbeteren. Een belangrijk keerpunt was de relatief soepele terugbetaling door de banken (en gedeeltelijke herfinanciering) van de 1-jaars ECB faciliteit van € 442 mld. In de weken voor het aflopen van deze faciliteit was de angst toegenomen dat het vervallen ervan voor funding problemen bij de banken zou gaan zorgen.

# Rente en valuta

De uiteindelijke terugbetaling op 1 juli verliep evenwel zonder problemen en banken vervingen slechts een deel van de vrijgevallen leningen, waardoor de over-liquiditeit op de geldmarkt flink afnam. De markt interpreteerde dit als een

**Figuur 2: Aankopen staatspapier ECB sterk afgenomen in de weken sinds begin mei**



Bron: ECB

teken dat de funding problemen wellicht toch minder groot waren dan eerder gedacht. Dit had ook zijn weerslag op de Europese obligatiemarkten, waar de risico-opslagen zakten, ondanks het feit dat kredietbeoordelingsbureau Moody's Spanje eind juni nog op 'negative watch' zette en de ratings van Portugal en Ierland medio juli verlaagde. Een reeks van succesvolle veilingen van Spaans, Portugees en zelfs (kortlopend) Grieks schatkistpapier droeg bij aan de verbetering van het sentiment.

## Bezuinigingsplannen scheppen vertrouwen

In onze ogen kon deze verbetering van het sentiment echter alleen plaatsvinden omdat de ECB in de obligatiemarkten een actieve rol

bleef spelen (zij het dat haar aankopen van overheidspapier gestaag afnamen naarmate het sentiment verbeterde). De liquiditeitssituatie op deze markten is nog steeds uiterst beperkt, waardoor grote prijschommelingen mogelijk zijn. De goedkeuring van de EFSF door de diverse parlementen en de daadwerkelijke 'oprichting' ervan (inclusief de installatie van een Duitse voorzitter) maakte het plan concreter en geloofwaardiger. Wellicht nog crucialer waren de aangescherpte bezuinigingsplannen van diverse overheden. Het gezond maken van de overheidsfinanciën van de zwakkere lidstaten vormt op middellange termijn een vereiste voor de terugkeer van het vertrouwen in de eurozone en marktparticipanten. Iedereen die de bezuinigingsplannen en structurele hervormingen uiteindelijk te belonen met een positievere houding jegens Europa.

## ... met een beetje hulp van de economie

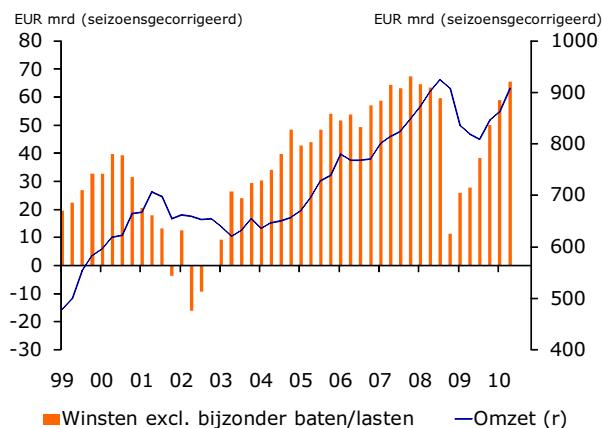
Ook de economische cijfers stemden positief. Hoewel het vertrouwen onder bedrijven en gezinnen in de maanden april en mei een knauw kreeg, was de reactie van het publiek op de Europese schuldencrisis aanzienlijk milder dan vlak na de val van de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers. Bovendien herstelde het consumentenvertrouwen in de maanden hierna tegen alle verwachtingen in. De index van het consumentenvertrouwen van de Europese Commissie bereikte in augustus het hoogste niveau sinds mei 2008. Uiteraard is de uitvoering van bezuinigingsmaatregelen in de meeste landen nog in een zeer pril stadium (deze zullen deels pas vanaf 2011 hun beslag krijgen), maar het duidt er op dat Europese huishoudens bezuinigingen juist als een noodzakelijke voorwaarde voor een houdbaar financieel economisch herstel zien.

# Rente en valuta

## Cijferseizoenen ook goed voor Europese bedrijven

Dit droeg bij aan het idee dat een nieuwe recessie vermeden kan worden. Tegen de achtergrond van een aanhoudend herstel van de wereldeconomie, wisten

**Figuur 3: Herstel winsten en omzet 240 grootste beursgenoteerde Europese bedrijven**



Bron: Bloomberg, Rabobank berekeningen

Europese bedrijven te profiteren van een sterk gedaalde euro. De totale nettowinst (exclusief buitengewone baten en lasten, en gecorrigeerd voor seizoensinvloeden) van de 240 grootste beursgenoteerde ondernemingen in de eurozone beliep in het tweede kwartaal volgens onze schatting zo'n € 65 mld, wat het hoogste niveau is sinds het vierde kwartaal van 2007. Dit is de voortzetting van een positieve trend die reeds in het eerste kwartaal van 2009 was ingezet. Het lijkt er tevens op dat deze winstgroei niet meer volledig kan worden verklaard door 'kostenbesparingen', want in het eerste halfjaar van 2010 was er ook sprake van een zichtbaar omzetherstel. Met een stijging van ruim 6% wist de Eurostoxx 50 index in de maand juli de verliezen van voorgaande maanden deels goed te ma-

ken. De eurozone economie groeide in het tweede kwartaal met maar liefst 1%. Vooral Duitsland liet in afgelopen maanden robuuste cijfers zien voor wat betreft de ontwikkeling van orders en productie in de industrie. Tegelijkertijd dienden zich echter in de loop van het derde kwartaal steeds meer tekenen aan van een afzwakkende groei in de Verenigde Staten, terwijl ook Azië (China) wat dynamiek leek te verliezen.

## Geldmarktrentes wat gestegen

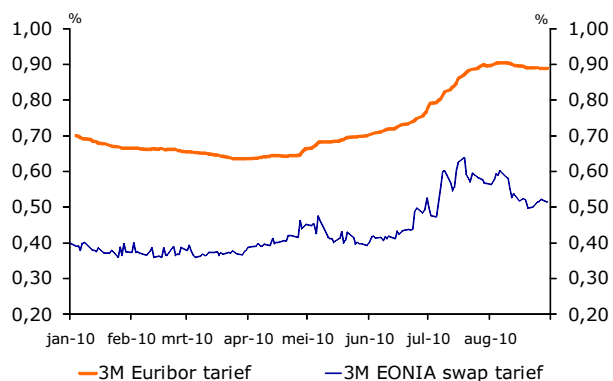
Sinds een dieptepunt van 0,63% van eind maart is het 3-maands Euribor tarief toegenomen tot iets onder de 0,9% eind augustus. Hoewel in absolute termen een kleine stijging, vormt het een duidelijke ommekeer in de trend. De stijging van het geldmarkttarief was in eerste instantie (in de maanden april en mei) vooral gedreven door hogere risico-opslagen in de geldmarkt als gevolg van de Europese schuldencrisis. Deze leidde tot een afnemende bereidheid bij buitenlandse beleggers, zoals Amerikaanse geldmarktfondsen, om Europese banken van korte funding te voorzien. Een versnelling van de rentestijging trad op tegen het einde van het tweede kwartaal. Met de afloop van de 1-jaars tender van € 442 mld van de ECB en de herfinancieringsoperaties die volgden in de week erna is de overliquiditeit in de geldmarkt afgenomen. Dat zette vooral opwaartse druk op de overnight (EONIA) tarieven – wat zich (via EONIA swaps) weer vertaalde in een verdere stijging van het 3-maands Euribor tarief. Voor de rest van het jaar is de rek er volgens ons uit. Dat wil zeggen dat wij nog maar een zeer beperkte stijging van de Euribor-tarieven zien tot eind 2010.

# Rente en valuta

## ECB is 'happy'...

In de persconferentie van 5 augustus liet ECB President Trichet zich positiever uit over de economische situatie in de eurozone en zei hij te verwachten dat de

**Figuur 4: Euribor-tarief iets gestegen sinds einde eerste kwartaal**



Bron: Reuters EcoWin

groeï in het derde kwartaal ook hoger uit zal komen dan eerder gedacht. De ECB lijkt sowieso niet veel reden tot klagen te hebben. Niet dat we nu de overwinning moeten uitroepen (zoals Trichet dat verwoordde), maar het had allemaal een stuk slechter kunnen verlopen. De ECB lijkt tevreden met de afname van de overliquiditeit in de geldmarkt en de daarmee samenhangende stijging van het Euribor tarief, dat nu dichterbij komt van het beleidstarief van 1% wat de ECB nog steeds als 'geschikt' omschrijft. De ECB zei ook blij te zijn met uitkomsten van de stresstesten onder 91 Europese financiële instellingen. Uit de testen bleek dat deze instellingen onder het doorerekende negatieve scenario een gezamenlijk kapitaaltekort zouden hebben van slechts

3,5 mld. Er was overigens de nodige kritiek op de veronderstellingen in de stress testen (met name op de aanname van geen default van een eurozone land). Maar de publicatie van de testresultaten op 23 juli, en vooral de publicatie van de exposures van de banken op overheidspapier, hebben bijgedragen aan een verbeterde transparantie. Het zal banken die zich in het grijze gebied bevinden (net voldoende kapitaal om door de stresstest te komen) wellicht toch aanzetten tot kapitaalversterking.

## ... en inflatie is gestegen...

Stond de inflatie in de eurozone medio 2009 nog op -0,5%, in juli van dit jaar bereikte zij haar (voorlopige) hoogtepunt van 1,7%. Deze stijgende tendens valt grotendeels terug te voeren op drie factoren. Ten eerste stegen energie- en voedselprijzen het afgelopen jaar. De tweede is het basiseffect (in de eerste helft van 2009 daalden deze prijzen nog). De derde is van recenter aard: de zwakke euro. Recente ontwikkelingen wijzen op stabilisatie van de inflatie tussen de 1,5% en 2% in de komende maanden. De sterke stijging van de graanprijzen in juli vormt een opwaarts risico, maar het herstel van de euro sinds begin juni zal dit effect waarschijnlijk deels compenseren. De kerninflatie (exclusief voedsel en energie) ligt al geruime tijd rond de 1% en dit verklaart deels waarom er in de financiële markten tot nu toe weinig acht is geslagen op de inflatiestijging. Het 10-jaars inflatie swap tarief is in afgelopen maanden zelfs aanzienlijk gedaald. Op het moment van schrijven noteren we een 10-jaars inflatieswap van ongeveer 1,7%. Dat is in onze ogen een realistischer niveau dan de 2,6% die eind vorig jaar nog werd opgetekend.

# Rente en valuta

## ... maar dat vertaalt zich nog niet in hogere beleidstarieven

De lage onderliggende inflatie zal de ECB van renteverhogingen weerhouden.

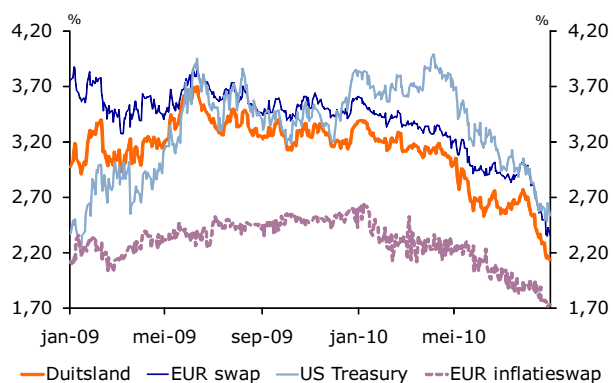
Ook de verbetering van het economische groeitempo is onvoldoende gezien de

uitdagingen die Europa nog te wachten staan.

De situatie op de obligatiemarkten is nog uitermate fragiel. De meest recente enquête van de ECB onder financiële instellingen in de eurozone laat een verscherping van de krediteisen zien en de recente economische groei is grotendeels het gevolg van de sterke expansie van de wereldeconomie en de zwakke euro. Dit zijn onvoldoende krachtige fundamenten, zeker nu de groei in de VS lijkt af te koelen en de euro recentelijk een behoorlijk deel van het verlies heeft goedgemaakt. Verhogingen van het officiële beleidstarief blijven waarschijnlijk tot september volgend jaar achterwege. Wel lijkt het er op dat de ECB wat

meer vertrouwen heeft gekregen om haar 'exit strategie' te hervatten, na de opgelopen vertraging in het tweede kwartaal. Dit betekent concreet dat wij verwachten dat de ECB geen nieuwe verruimingsmaatregelen zal aankondigen. Zij zal ook op afzienbare termijn de belangrijke stap moeten gaan zetten om het beleid van volledige toewijzing (verder) af te bouwen. Recente uitspraken van ECB Raadslid Axel Weber doen echter vermoeden dat de ECB deze stap niet voor het eerste kwartaal van 2011 gaat zetten.

**Figuur 5: Rentedaling VS trekt Duitsland mee**



Bron: Reuters EcoWin, Bloomberg

## Obligatiebeleggers blijven voorkeur houden voor Duitsland

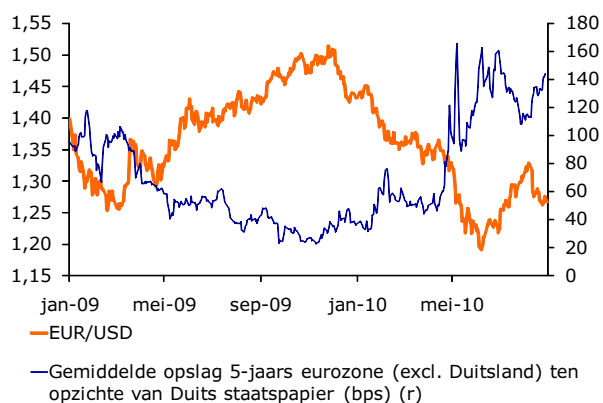
De angst voor een uiteenvallen van de eurozone is vervangen door de angst voor een afkoelende wereldeconomie en een dubbele dip recessie in de VS. Het rendement op Amerikaanse 10-jaars Treasuries bereikte eind augustus 2,5%, het laagste niveau sinds 20 januari 2009. Hoewel de situatie op de Europese obligatiemarkten sinds eind mei iets is verbeterd, blijven beleggers een grote voorkeur houden voor het veilige Duitse staatspapier. Op het moment van schrijven noteert het 10-jaars rendement op de Bund 2,13%, een nieuw laagterecord. De swaprentes hebben de Duitse rente op de voet gevolgd en de stijging van de swaprentes in de tweede helft van juli is in augustus meer dan teniet gedaan. Een substantieel herstel van de Europese swaprentes lijkt pas mogelijk als centrale banken overgaan tot renteverhogingen. Zowel voor de Fed als de ECB geldt dat wij dat op zijn vroegst pas in de tweede helft van 2011 verwachten. Omdat Amerikaans en Duits staatspapier als vluchthaven zijn blijven fungeren, bestaat altijd het risico dat de rentes plots sterk stijgen als de angst voor een dubbele dip wegeeft en het sentiment in de Europese obligatiemarkten verder verbetert. Voor de komende maanden, echter, lijkt een zijwaartse tendens in de kapitaalmarktrentes het meest waarschijnlijke scenario.

# Rente en valuta

## Hoe bestendig is de recente euro rally?

De perfecte belichaming van de divergentie tussen Europa en Amerika en het equivalent van het penduleklokje vinden we op de financiële markten natuurlijk

**Figuur 6: Meer rust op Europese obligatiemarkt verklaart ten dele ommekeer euro**



Bron: Reuters EcoWin

terug in de euro-dollar koers. Deze zakte begin juni naar een multi-jaars dieptepunt van 1,19 tegen de dollar om vervolgens rechtsomkeert te maken en medio augustus het niveau van 1,33 te doorbreken. Een plausibele verklaring is dat de markt nu positiever aankijkt tegen de Europese schuldenproblematiek. De crisis is tot stilstand gebracht met een reeks aan maatregelen door overheden en de ECB, en de meeste landen hebben bezuinigingen aangekondigd. Daarnaast stelden de economische cijfers van afgelopen maanden niet teleur. Vooral de Duitse economie groeide in het tweede kwartaal sterk. Belangrijker nog, echter, waren de toenemende signalen van een afkoeling van de Amerikaanse economie

en een evenredige stijging van de angst dat het land opnieuw in recessie zal belanden. Dit culmineerde uiteindelijk in het besluit van de Fed op 10 augustus om haar exit strategie (welke onder andere een natuurlijke krimp van haar balanstoot omvat) tijdelijk in de ijskast te zetten. Dat de euro rally sinds begin augustus alweer deels lijkt te zijn gekeerd (eind augustus noteren wij 1,27) bevestigt onze visie dat de euro rally nog onvoldoende basis heeft. Als een dubbele dip recessie in de VS daadwerkelijk postvat dan lijkt het ons sterk als de eurozone hiervan verschoond blijft. Overigens zien wij dit nog altijd niet als ons basis scenario. Ten tweede was de groeisput in de eurozone in het tweede kwartaal deels veroorzaakt door tijdelijke factoren (onder andere betere weersomstandigheden ten opzichte van het eerste kwartaal). We verwachten dat de groei in de tweede helft van dit jaar terugvalt. De recente bezuinigingsmaatregelen in de eurozone zijn een stap in de goede richting, maar vormen nog geen garantie dat het nu allemaal goed komt zonder verdere actie.

Schuldquotes lopen voorlopig alleen nog maar verder op en risico-opslagen in de obligatiemarkt blijven hardnekkig hoog. Ook op het vlak van structurele hervormingen moet er in de eurozone nog veel gebeuren. Daarom verwachten wij dat het valutapaar zich in komende maanden eerder in de richting van 1,25 of iets lager zal bewegen voordat we op een houdbaar pad terechtkomen. Verder vooruitkijkend stellen we wel vast dat de VS er vooralsnog zeer weinig aan doen om hun eigen (structurele) begrotingsproblemen aan te pakken. Dat blijft een belangrijke factor die de dollar op de langere termijn blijft ondermijnen. Sinds 2009 loop ook het Amerikaanse tekort op de lopende rekening weer omhoog. Op een horizon van 12 maanden zien wij EUR/USD dan ook richting 1,35-1,40 gaan.

Elwin de Groot  
Elwin.de.Groot@rabobank.com  
Financial Markets Research, Rabobank International