

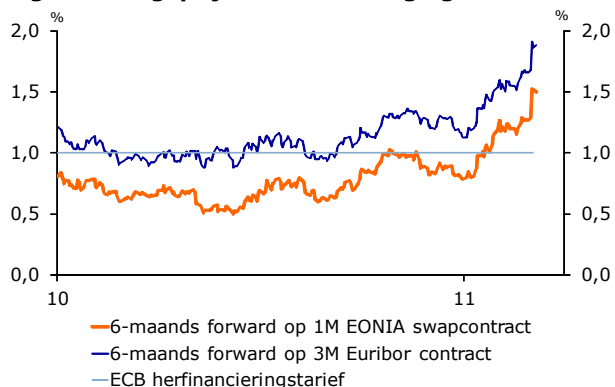
Rente en valuta

Renteverhoging in zicht

Nog niet zo heel lang geleden was 'de markt' er heilig van overtuigd dat de ECB de rente voor lange tijd niet zou kunnen verhogen. De schulden crisis, die ook haar weerslag heeft op de funding van het bankwezen in de perifere eurozone-

landen, maakt het de ECB immers uiterst moeilijk om de beleidsmaatregelen van afgelopen jaren terug te draaien. Hoe snel kan het sentiment veranderen!

Figuur 1: Ingeprijsde renteverhogingen



Bron: Bloomberg

Inflatiezorgen

De markt houdt nu serieus rekening met bijna een vol procent aan renteverhogingen door de ECB dit jaar. Dit kan onder andere worden afgelezen aan de EONIA forwardcontracten. De grafiek hiernaast toont de verwachting voor het 1-maands gemiddelde van het overnight tarief over zes maanden. Hierin ligt echter ook een verwachting besloten over het toekomstige liquiditeitsbeleid (wat mogelijk ruim zal

blijven). Euribor forwardcontracten (3M Euribor over 6 maanden) liggen aanzienlijk hoger. De stijging van beide sinds het begin van het jaar is ongeveer 75bp. De belangrijkste reden voor de vrij plotselinge omslag in de renteverwachtingen is de inflatie, die sinds december vorig jaar boven de 'magische' grens van 2% is gestegen. In de persconferentie van begin februari deed ECB-president Jean-Claude Trichet nog zijn best om de marktverwachtingen wat te temperen door te wijzen op het tijdelijke karakter van de inflatie. De belangrijkste boosdoeners zijn immers de voedsel- en energieprijzen, die grotendeels worden bepaald door de ontwikkelingen op de mondiale grondstoffenmarkten. Exclusief deze componenten bedroeg de inflatie in december slechts 1,1%. Tegen de achtergrond van een aansterkende economie werpt zich echter wel de vraag op hoe tijdelijk de huidige inflatiegolf precies zal zijn. Op zijn minst een deel van de onderliggende trend in de stijging van de grondstoffenprijzen is het gevolg van een aantrekkelijke wereldeconomie en de daarmee gepaard gaande groei van de consumptie van voedsel en energie. Bovendien heeft het buitengewoon krachtige herstel van de Duitse economie de zorgen over de zwakke broeders in het eurogebied wat naar de achtergrond gedrongen.

In de persconferentie van 3 maart liet Trichet zijn reserveringen plotseling varen en haalde hij alles uit de kast om een renteverhoging te onderbouwen. De ECB ziet nu opwaartse risico's voor de inflatie en ziet per saldo net zoveel neerwaartse als opwaartse risico's voor de economie. Door de woorden 'sterke waakzaamheid' te gebruiken heeft Trichet de markt min of meer voorbereid op een aanstaande renteverhoging. Ook gaf hij te kennen dat de ECB zich zorgen maakt over de effecten van de ruime liquiditeit wereldwijd (die haar oorsprong heeft in de periode van vóór de financiële crisis) op de grondstoffenprijzen.

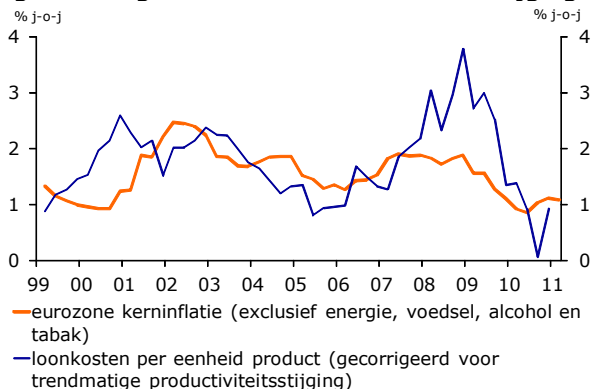
Rente en valuta

Tweede ronde effecten

Maar de problemen van de perifere eurozone landen zijn allerm minst opgelost. En de ECB zal vooral gevoelig zijn voor tweederonde-effecten. Hiermee bedoelen we

het effect dat de stijgende inflatie heeft op de inflatieverwachtingen en de loonontwikkeling. Op voorhand valt niet te verwachten dat deze effecten dit jaar al erg groot zullen zijn. In Duitsland zien we weliswaar hogere looneisen in een aantal sectoren, maar zorgwekkend is de situatie zeker niet. Een groot deel van de loonstijging zal worden gecompenseerd door productiviteitsstijgingen, waardoor de kosten per eenheid product nog altijd een gematigd beeld zullen laten zien. In veel andere eurozonelanden zullen de loonstijgingen worden getemperd door de nog altijd ruime arbeidsmarktsituatie.

Figuur 2: Lage kerninflatie en loonkostenstijging



Bron: EcoWin, Rabobank

Wachten op het 'allesomvattende pakket'

Vanuit het perspectief van de crisis op de markt voor overheidspapier is ook belangrijk of de EU-landen er uiteindelijk in slagen om met een gebalanceerd pakket aan oplossingen te komen, waarin zowel ruimte is voor marktdiscipline als Europese cohesie. In een positieve interpretatie van de huidige marktsituatie kun je stellen dat EU-leiders begin dit jaar in ieder geval de verwachting hebben gewekt dat zij er uiteindelijk in zullen slagen om met een allesomvattend plan te komen om de markt in rustiger vaarwater te brengen en de nog bestaande twijfels over het voortbestaan van de eurozone weg te nemen. Maar de weg hier naartoe is allesbehalve soepel en bij de haalbaarheid van het geschetste tijdspad (bekendmaking plannen in maart, voorleggen van plannen aan Europees Parlement in juni) kunnen zeker vraagtekens worden geplaatst.

Renteverhoging komt er aan, maar marktverwachting lijkt overdreven

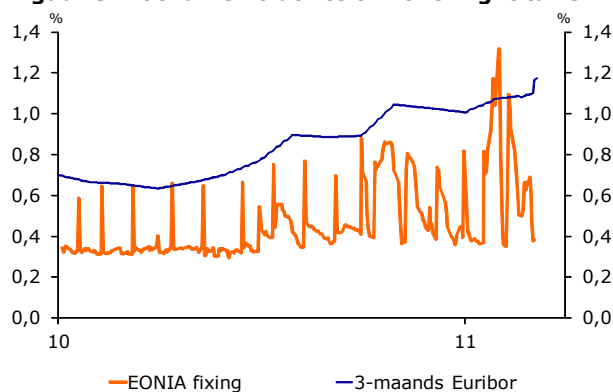
Tegen deze achtergrond interpreteren wij een renteverhoging in april, die wellicht wordt gevolgd door een renteverhoging in juni of juli vooral als een schot voor de boeg: om tweederonde-effecten op de inflatieverwachtingen en loonstijgingen te voorkomen en daarmee een agressievere verkrappingsbeleid in de toekomst juist te vermijden. Bovendien denken wij dat, als de onderhandelingen van de EU-landen in de loop van dit jaar uiteindelijk tot positieve resultaten leiden, de euro hiervan zal profiteren en de kapitaalmarktrentes verder zouden kunnen stijgen. In een dergelijk scenario zou de ECB dan weer minder haast hoeven maken met verdere renteverhogingen. Kortom, wij denken dus dat de markt wat te sterk heeft gereageerd op de recente groei- en inflatiecijfers en de ferme taal uit Frankfurt. Maar aan een of twee renteverhogingen van 0,25% lijkt in ieder geval niet meer te ontkomen.

Rente en valuta

Meer beweeglijkheid op de geldmarkt

Een andere opvallende ontwikkeling in de afgelopen maanden is de toegenomen volatiliteit van de geldmarktrentes, in het bijzonder die van het overnight tarief.

Figuur 3: Toename volatiliteit in overnight tarief



Bron: Reuters EcoWin

Dit is vooral het gevolg van de afgenomen liquiditeit in de geldmarkt. Sinds medio vorig jaar is de looptijd van uitstaande leningen van de ECB aan het Europese bankwezen afgenomen doordat de ECB geen langlopende leningen meer verstrekt. Mede daardoor zijn banken efficiënter om gaan springen met hun liquiditeiten. Toch is het opmerkelijk dat zich in afgelopen maanden meermalen een krappe liquiditeitssituatie heeft voorgedaan, terwijl de ECB in haar geldmarktoperaties nog altijd een beleid van onbeperkte toewijzing hanteert. Er lijkt hier een samenhang te zijn tussen de crisis op de markten voor overheidspapier en de funding van het bankwezen.

Met name in de perifere eurozonelanden heeft het bankwezen hinder ondervonden van de stress in de markt voor staatspapier. Als gevolg hiervan nam het beroep van deze banken op de liquiditeitsfaciliteiten van de ECB relatief sterk toe. Deze scheefgroei leidt echter ook tot terugkoppelingseffecten, omdat het buitenproportionele beroep op de ECB als een teken van zwakte wordt gezien, wat weer negatieve uitstralingseffecten heeft. Het lijkt er op dat bankensystemen in de perifere landen hun best doen om hun beroep op de ECB te verkleinen (wellicht onder enige politieke druk), met als bijgevolg een krappere geldmarktsituatie, vooral tegen het einde van de kasreserveperiode. Het resultaat van dit gedrag zien we terug in forse bewegingen in de overnight tarieven en wij denken dat zolang de situatie op de markt voor overheidspapier niet structureel verbetert, dit fenomeen de komende tijd regelmatig zal terugkeren.

Opnieuw verlenging van ruim toewijzingsbeleid?

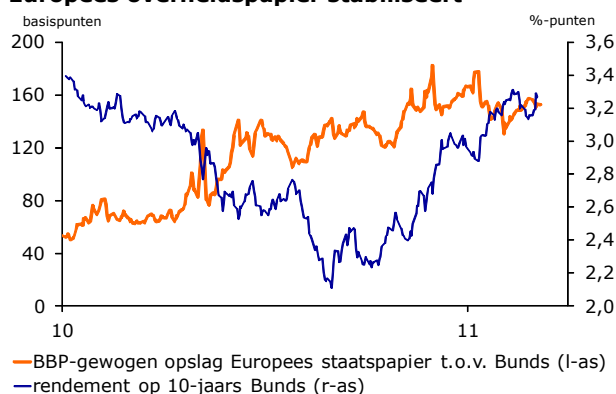
Een terugkeer naar normale tenderprocedures zou tot significante fundingproblemen en marktvolatiliteit kunnen leiden omdat er nog altijd een bepaalde groep banken is die disproportioneel op de ECB liquiditeitsfaciliteiten steunt. Wellicht dat de ECB zal proberen het gebruik ervan te ontmoedigen, maar afsluiten lijkt ons in de huidige situatie geen optie. De beslissing van de ECB in maart om haar beleid van onbeperkte toewijzing opnieuw te verlengen is wat dat betreft een bevestiging van het feit dat nog niet alles 'ok' is. Voor haar reguliere geldmarktoperaties met een looptijd van een week en die met een looptijd van een maand zal de ECB in ieder geval onbeperkt toewijzen tot 12 juli of voor zo lang als nodig. Ook kondigde zij opnieuw drie extra 3-maandsleningen aan waarop zij onbeperkt zal toewijzen, hoewel de rente op deze leningen afhankelijk is van de vigerende tarieven in haar wekelijkse operaties.

Rente en valuta

Vlucht in Bunds komt tot stilstand

Sinds het derde kwartaal van vorig jaar is de kapitaalmarktrente, in het bijzonder het rendement op Duits staatspapier, in een vrijwel aaneengesloten beweging gestegen. Stond het rendement in september 2010 nog op 2,3%, inmiddels kunnen we de cijfers omdraaien en staat er 3,2% op de borden. Gunstiger economische cijfers en de oplopende inflatie zorgden ervoor dat de vlucht in Duits staatspapier, die in het derde kwartaal van 2010 zo duidelijk was, tot stilstand kwam. Sinds het begin van dit jaar kwam de stijging van de kapitaalmarktrentes nog in een versnelling, mede door het goede sentiment op de aandelenmarkten, waar nieuwe records in de resultaten van veel Amerikaanse en Europese bedrijven een flinke impuls gaven. De angst dat een enorme pijnlijke herfinancieringen van Europese overheden en banken tot hogere risico-

Figuur 4: Hoger rendement op Bunds, spread op Europees overheidspapier stabiliseert



Bron: Bloomberg, Rabobank

opslagen zou gaan leiden, ebde al begin januari wat weg toen bleek dat de Zuid-Europese landen geen al te grote problemen ondervonden bij de eerste emissies van dit jaar. Al met al droegen deze factoren bij aan een voortgaande stijging van het rendement op Duits staatspapier, hoewel de recente turbulentie in het Midden-Oosten deze beweging heeft gestopt. Risico-opslagen op perifeer overheidspapier consolideerden, zij het met flinke tussentijdse fluctuaties. ECB-aankopen van het Griekse, Ierse en Portugese papier bleken met enige regelmaat nodig om de markt op een minimum niveau te laten functioneren, maar bleven beperkt in omvang.

Duits papier verder onder druk?

De correctie in de kapitaalmarktrente in afgelopen maanden zien wij vooral als een normalisatie, want ook op de huidige niveaus is het rendement nog allerm minst buitensporig. Op korte termijn valt een lichte terugval van het rendement op Duits papier (en daarmee de swaprentes) niet uit te sluiten, vooral als het de EU-landen meer tijd kost om tot een akkoord te komen over het Europees Stabiliteits Mechanisme, of als er onenigheid blijft over belangrijke details. Maar uiteindelijk zal een akkoord er komen en er toe leiden dat beleggers weer meer risico's zullen durven opzoeken, waarmee het Duitse papier een stukje van zijn glans zal verliezen. Uiteindelijk zijn het toch de sterke eurolanden die een aanzienlijk deel van de rekening gepresenteerd krijgen van de kosten van het bij elkaar houden van de muntunie. Bovendien zullen de obligaties die uitgegeven gaan worden door de ESM/EFSSF steeds meer als concurrentie worden gezien voor het Duitse papier.

Rente en valuta

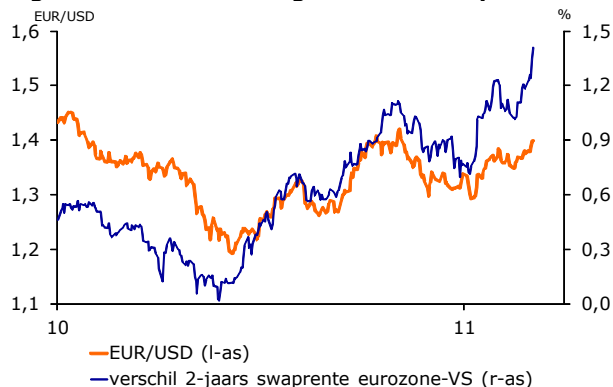
Eurodollar van thema naar thema

De thema's die de valutamarkten dreven, wisselden elkaar in afgelopen jaren in rap tempo af. Risicoperceptie door de crisis in de financiële markten, de Euro-

pese schuldencrisis, de mogelijke dubbele dip recessie in de VS en de 'valutaoorlog' waren zulke thema's. In het vierde kwartaal waren het vooral de Ierse problemen die ervoor zorgden dat de eurodollar tot onder 1,30 daalde. Donkere wolken leken zich weer boven de eurozone samen te pakken. Een beroep van Portugal op het noodfonds bleef echter uit en vooralsnog heeft alleen Ierland een lening toegewezen gekregen uit het inmiddels operationele noodfonds. De regenbui waaide over en verplaatste zich naar de Verenigde Staten, waar beleggers zich steeds meer zorgen maken over de oplopende schuldenlast van de Amerikaanse overheid en de (kwantitatieve)

verruimingsmaatregelen van de Fed. Zowel het begrotingsbeleid als het monetaire beleid zijn zeker op lange termijn ondermijnende factoren voor de dollar en de hardnekkige werkloosheid en predispositie van de Fed suggereren dat het traditionele verschil van inzicht tussen Fed en ECB voorlopig eerder groter dan kleiner wordt (zie ook het hoofdstuk over de VS in dit Economisch Kwartaalbericht). De rol van de ECB als inflatiebestrijder wordt duidelijk als serieus ingeschat, zoals blijkt uit de toegenomen verwachtingen omtrent renteverhogingen. Het verschil tussen de 2-jaars swap aan beide kanten van de Atlantische Oceaan is mede hierdoor verder opgelopen en vormt steun voor de euro. De rally van de euro tegenover de dollar nam in januari steeds serieuzere vormen aan en het valutapaar bereikte begin februari zelfs een niveau van 1,38. Ook op macro-economisch gebied hadden beleggers weinig te klagen over de eurozone, bijvoorbeeld vanwege ijzersterke Duitse macro-economische cijfers. Hierna volgde een consolidatie, mede door aanhoudende onzekerheid omtrent de timing van een akkoord over een allesomvattend stabilisatieplan van de EU-landen en doordat de dollar weer haar rol vervulde als 'veilige haven' tijdens de problemen in het Midden-Oosten. Ondanks de kortetermijnonzekerheden verwachten wij een verdere stijging van de eurodollar, vooral omdat wij van mening zijn dat de problemen in de eurozone in ieder geval serieus worden genomen (en de beleidsmakers dus met een fundamentele oplossing zullen komen), terwijl de beleidsmakers in de VS deze bal nog niet echt hebben willen oppakken. Op middellange termijn zien wij een niveau voor de eurodollar van rond de 1,50 als haalbaar. Wij veronderstellen hierbij wel dat EU-landen op niet al te lange termijn tot een levensvatbaar akkoord komen. De komende maanden zal een aantal landen weer naar de kapitaalmarkt moeten gaan om geld op te halen (waaronder Portugal) wat nog voor de nodige volatiliteit kan zorgen.

Figuur 5: Eurodollar volgt de 'Atlantic spread'



Bron: Reuters EcoWin

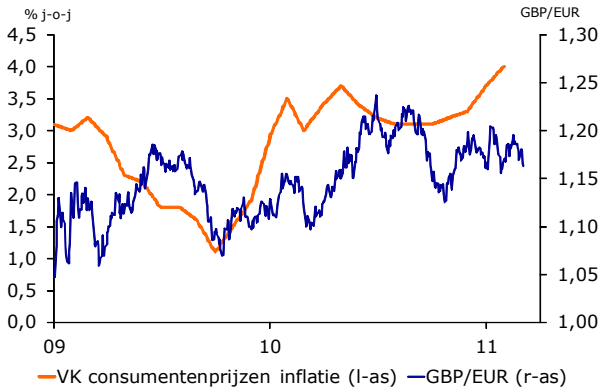
Rente en valuta

Bedenktijd voor de Britse Centrale Bank raakt langzaam op

Heel even leek de zon weer te schijnen in het Verenigd Koninkrijk. Na maar liefst zes kwartalen van economische krimp begon de Britse economie vanaf het vierde

kwartaal van 2009 weer te groeien. In het vierde kwartaal van 2010 ging het echter alweer mis. Mede door slechte weersomstandigheden (maar niet alleen hierdoor, zie het hoofdstuk over het VK in dit Economisch Kwartaalbericht) kromp de economie met 0,6% in volume. Tegelijkertijd liep de inflatie verder op (tot inmiddels 4% jaar-op-jaar), onder andere door BTW-verhogingen die de overheid heeft ingevoerd om het begrotingsstekort terug te dringen. Volgens de meest recente projectie van de centrale bank zou de jaar-op-jaar inflatie in de loop van het jaar kunnen oplopen tot 4,4%. Het maakt het er voor de Bank of England niet gemakkelijker

Figuur 6: Inflatie VK duwt Britse pond omhoog



Bron: Reuters EcoWin

op. Een renteverhoging om de inflatieverwachtingen te temperen, zou een averechts effect op de economische groei kunnen hebben. Toch heeft de oplopende inflatie ertoe geleid dat beleggers er vanuit gaan dat ook de Britse centrale bank op afzienbare termijn de rente gaat verhogen, hoewel het nu waarschijnlijk moeilijk wordt om de ECB nog in te halen. Dit is dan ook een van de redenen waarom het Britse pond de afgelopen maanden is opgelopen. Wij sluiten niet uit dat het Britse pond op de korte termijn iets zou kunnen gaan verzwakken als gevolg van de recente tegenvallende macro-economische cijfers in het VK en de verdere opmars van de euro (tegenover de meeste vreemde valuta). Toch blijven wij voor de middellange termijn nog wel gematigd positief over sterling, in de zin dat wij een onveranderde EUR/GBP-koers verwachten op een termijn van twaalf maanden. Hierbij denken wij vooral dat de markt meer nadruk zal blijven leggen op de noodzaak van de huidige bezuinigingen en het waarborgen van de AAA-rating dan op negatieve bijwerkingen die dat op de korte termijn heeft voor de economie. Ten tweede zou het pond ook nog wat kunnen profiteren van een sneller dan verwachte renteverhoging door de Bank of England (eerder dan de ECB) nu de Britse inflatie nog steeds boven haar bandbreedte ligt, pervers als dat mag klinken. De groep van voorstanders van renteverhogingen in het monetaire beleidscomité van de Bank of England heeft zich recentelijk tot drie (van de in totaal negen leden) uitgebreid en wij sluiten niet uit dat meer voorstanders zich zullen melden. Ten slotte dient te worden vermeld dat het Britse pond nog altijd aanzienlijk onder zijn 'fair value' waarde noteert. De recente BBP-cijfers hebben echter wel voor (korte termijn) neerwaartse risico's gezorgd, waardoor voorzichtigheid geboden is.

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

Emile Cardon
Emile.Cardon@rabobank.com