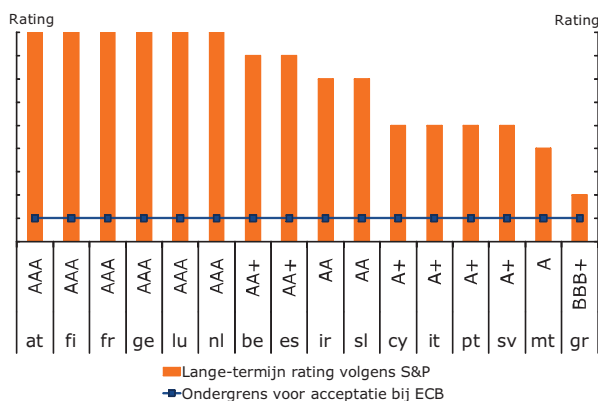


Rente en valuta

Grieks drama zet boel op scherp

De eurozone is in 2010 begonnen aan haar grootste test sinds de introductie van de euro. Enkele Europese overheden hebben in korte tijd enorme begrotings-tekorten opgelopen en hun schulden zijn nog sterker toegenomen. Nu is dit op zichzelf niet uniek: ook de VS en Japan kampen met zo mogelijk nog grotere begrotingsproblemen. Toch is het de euro die op dit moment de klappen krijgt.

Figuur 1: Griekenland heeft laagste rating in eurozone



Bron: Bloomberg, S&P

Griekenland zorgenkindje

De bron van de zorgen ligt in Griekenland. Bij het aantreden van de nieuwe Griekse regering in oktober vorig jaar bleek dat het begrotings-tekort over 2009 ruim twee keer zo hoog zou gaan uitvallen dan eerder 'geraamd'. Ook werd steeds duidelijker dat de Griekse statistieken notoir onbetrouwbaar zijn. Daarna ging het hard. De grote ratingbureaus verlaagden de rating voor Grieks overheidspapier en de zorgen over de overlevingskansen van Grieken-

land namen navenant toe. Bij een verdere verlaging van de rating van het Griekse papier voldoet deze mogelijk niet meer om als onderpand te dienen voor het verkrijgen van liquiditeit bij de ECB. Dit zou consequenties kunnen hebben voor financiële instellingen, niet in de laatste plaats Griekse banken.

Aan ambitie geen gebrek

De begrotingsplannen die de Griekse overheid eind vorig jaar ontvouwde, werden door de financiële markten met weinig enthousiasme begroet: teveel nadruk op het verhogen van de inkomsten en te weinig op het reduceren van de kosten. Maar onder druk van de Europese ministers van Financiën, de Europese Commissie en de financiële markten heeft de Griekse overheid inmiddels haar plannen flink aangescherpt. Toch moest de Europese Commissie er nog aan te pas komen om Griekenland 'aanwijzingen' te geven met betrekking tot zijn begrotingsplannen, voordat zij uiteindelijk op 2 februari 2010 een positief advies uitbracht. De Griekse regering kwam over de brug met nieuwe plannen, onder meer om de ambtenarensalarissen te bevroren en de pensioenleeftijd te verhogen. Zij belooft in 2012 haar begrotingstekort (van 12,7% BBP in 2009) terug te hebben gebracht tot onder de 3%-grens van het Stabiliteits- en Groeipact. Toch willen de Europese regeringsleiders nog meer daadkracht van hun Griekse partner zien en wel in de vorm van een forse tekortreductie in 2010, voordat zij akkoord gaan. Griekenland heeft hiervoor inmiddels concrete plannen ingediend. Als de Grieken erin zouden slagen het tekort in slechts drie jaar met bijna 10% te reduceren, dan zou dat zonder meer uniek zijn in de geschiedenis van de EU.

Rente en valuta

Hulp van 'buiten' (of van binnen)?

Helaas is het Griekse trackrecord tot nu toe buitengewoon slecht en de markt wil snel resultaten zien. Eind januari bereikte de rendementsopslag op Grieks over-

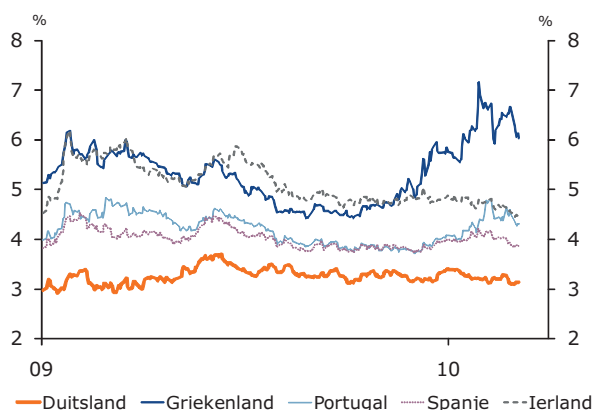
heidspapier voor 10-jaars papier een (voorlopige) piek van ongeveer 4% ten opzichte van Duitsland. Daarna zakte zij terug tot iets boven de 3%, mede door uitspraken van Europese regeringsleiders dat zij Griekenland 'niet laten vallen'. De situatie is echter nog steeds erg onzeker, vooral ook omdat de markt nog steeds worstelt met de vraag of Griekenland daadwerkelijk hulp van zijn Europese partners zal krijgen, mocht het in acute problemen komen bij het voldoen aan zijn rente- en/of aflossingsverplichtingen. Het Verdrag van Maastricht lijkt op het eerste oog duidelijk: Artikel 125 stelt (vrij vertaald) dat geen enkele lidstaat in de EU aansprakelijk is voor de verplichtingen van een andere lidstaat. Maar de

praktijk ligt genuanceerder. Het Verdrag sluit niet uit dat landen, individueel dan wel gezamenlijk, op vrijwillige basis een ander land te hulp komen. Het aan zijn lot overlaten van een individueel eurozoneland dat in de problemen zit, zou grote gevolgen kunnen hebben voor de onderlinge (politieke) samenhang binnen Europa. En financiële schokken kennen geen landsgrenzen. Om de druk erop te houden, hebben de ECB en Europese ministers van Financiën Griekenland gewezen op naleving van de regels, maar onze inschatting is dat, mocht het zo ver komen, hulp van EU-partners beschikbaar zal komen, zij het wellicht enigszins versluierd en alleen onder strikte voorwaarden. Recente voorstellen om tot een Europees steunfonds te komen wijzen ook in deze richting.

Besmettingsgevaar

Hoewel de situatie in Griekenland uniek is (de geloofwaardigheid van de overheid en zijn lage rating in vergelijking met andere eurozonelanden) en we de Zuid-Europese eurolanden zeker niet over één kam mogen scheren, heeft zij wel een dieperliggend probleem blootgelegd. Ook landen als Portugal, Spanje en Italië hebben namelijk in het afgelopen decennium een flinke achterstand opgelopen als het gaat om hun externe concurrentievermogen. In wezen hebben zij op te grote voet geleefd, iets wat onder andere wordt gereflecteerd in hoge tekorten op de lopende rekening van hun betalingsbalans gedurende de afgelopen jaren. Deze situatie werd mede mogelijk gemaakt door de gemeenschappelijke munt en het daarmee samenhangende voordeel van de lage rente. Deze groep van zuidelijke lidstaten maakt een aanzienlijk deel van de eurozone uit en kan dus niet meer als 'geïsoleerd' probleem worden omschreven.

Figuur 2: Rendement op 10-jaars staatspapier



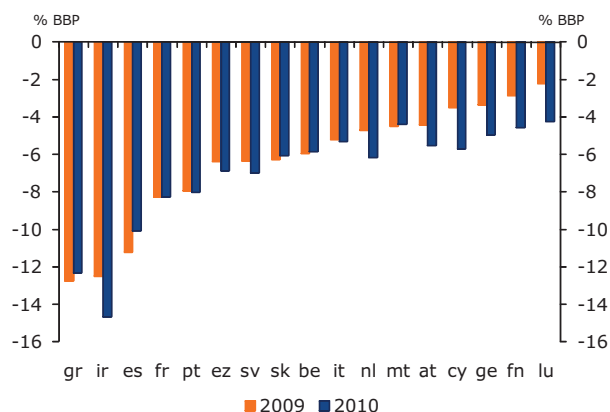
Bron: Reuters EcoWin

Rente en valuta

Geen geloofwaardig SGP

Bovendien zien we ook in andere Zuid-Europese staten een scherpe verslechtering van de overheidsfinanciën. De begrotingsregels van het Stabiliteits- en

Figuur 3: Zuid-Europese landen steken negatief af binnen eurozone



Bron: Europese Commissie

Groeipact (SGP) zijn in het verleden niet altijd strikt toegepast, mede omdat het SGP geloofwaardige sancties ontbeert. De andere euro-landen zijn dus mede schuldig aan de situatie die is ontstaan. De Grieken hebben er een rommeltje van gemaakt, maar de rest heeft het welwillend laten gebeuren. Ook de markten kun je verwijten dat zij tien jaar lang geen verschil hebben gemaakt tussen goede en slechte risico's. Maar die tijd is nu voorbij en de financiële markten bekijken de begrotings-situatie met argusogen. Het besmettingsgevaar dient niet te worden veronachtzaamd. Als andere Europese overheden te lichtvoetig omgaan met hun begrotingen wacht hen mogelijk hetzelfde lot als Griekenland.

Nog niet uitzichtloos

Helemaal uitzichtloos is de situatie echter niet. De economie kruipt langzaam uit het dal waardoor de druk op de overheidsfinanciën wat afneemt. In vergelijking met het hoogtepunt van de kredietcrisis zijn de opslagen die de Ierse, Portugese, Spaanse en Italiaanse overheid betalen op hun staatsschuld nog altijd een stuk lager (dit in tegenstelling tot de Griekse). Ook in vergelijking met andere grote geïndustrialiseerde landen in de wereld (VS, Japan, Verenigd Koninkrijk) steken de overheidsfinanciën van de meeste eurozonelanden nog altijd relatief gunstig af. Een verdere daling van de euro is in komende maanden echter zeker niet uit te sluiten, want markten zijn nu eenmaal ongeduldig en ergens hopen zij op een Europees 'reddingsplan'. Maar de omslag in sentiment de andere kant op kan dan ook weer heel hevig zijn.

Situatie noopt tot voorzichtige koers ECB

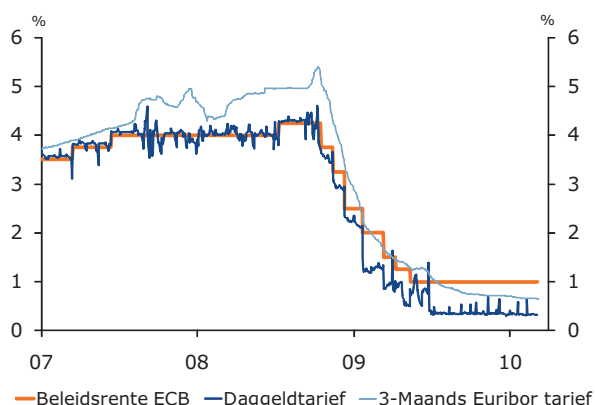
De ECB heeft al kenbaar gemaakt -bij monde van Jean-Claude Trichet- geen enkel land een speciale behandeling te zullen geven. Het ligt echter voor de hand dat de ECB, in het licht van de recente turbulentie, dit jaar een uiterst voorzichtige koers zal moeten varen. 'Besmettingsgevaar' op de financiële markten kan immers leiden tot negatieve economische effecten, bijvoorbeeld op het vertrouwen. Een verder uitlopen van de risico-opslagen op overheidspapier zou ook een drukkend effect op de economie kunnen hebben. Daar staat tegenover dat de op dit moment relatief goedkope euro de concurrentiepositie van het Europese bedrijfsleven ondersteunt.

Rente en valuta

Renteverhogingen verder weg

Wij denken dat het voornemen van de ECB om de ruime liquiditeitssituatie op de geldmarkt aan te pakken niet in gevaar is gekomen door de recente turbulentie

Figuur 4: Geldmarkttarieven blijven op de bodem stuiteren



Bron: Reuters EcoWin

op de markten. Dit bleek ook in de meest recente persconferentie in maart, waar president Trichet verdere plannen ontvouwde. Maar tegelijkertijd denken we wel dat eventuele plannen voor een renteverhoging voorlopig verder naar de toekomst zijn verschoven. Wij blijven van mening dat de ECB haar officiële beleidstarief op termijn zal willen 'normaliseren' naar een niveau van 2% zodra zij met vertrouwen kan stellen dat de noodtoestand achter ons ligt. De achterliggende gedachte hierbij is ook dat de centrale bank de vorming van nieuwe zeepbellen zal willen voorkomen. Maar het moge duidelijk zijn dat een dergelijke argumentatie alleen geldt als de situatie op de markt voor overheidspapier voldoende is gestabiliseerd en het risico van olievlekwerking

is ingedamd. Het is goed mogelijk dat hiervoor additionele maatregelen door de gezamenlijke Europese overheden noodzakelijk zijn. Wellicht ook dat de ECB, gegeven de nog fragiele economie en de lage inflatie, niet graag voor de Fed uit zou willen lopen. Wij verwachten dat de Fed haar officiële beleidstarief pas in het vierde kwartaal van dit jaar zal verhogen. De recente verhoging van de 'discount rate' in de VS heeft de markten weliswaar 'wakker geschud', maar voornamelijk heeft het vooral symbolische waarde en duidt het niet op een aanstaande verhoging. Het is overigens niet ondenkbaar dat de ECB op termijn iets vergelijkbaars doet met haar marginale beleningstarief. Maar net als in de VS zou dat vooral symbolische waarde hebben zolang de geldmarktsituatie ruim is.

Markt ziet renteverhoging al helemaal niet meer zitten

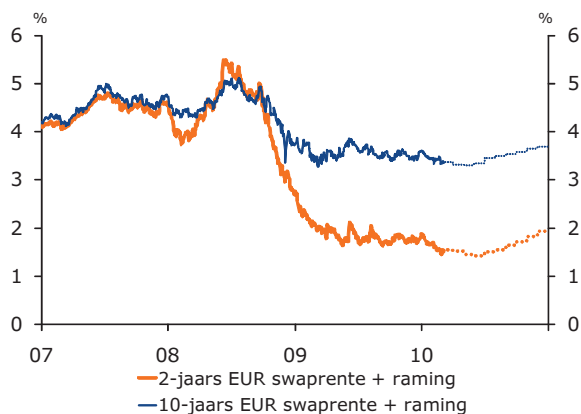
Al met al zien we de ECB pas tegen het jaareinde verhogen en dan alleen maar als de marktomstandigheden dat toelaten. De financiële markten hebben hun verwachting over eventuele renteverhogingen zelfs helemaal laten varen in de afgelopen weken, althans als we kijken naar de zogenaamde forwardtarieven. Zo noteert de 9-maands forward voor 3-maands Euribor op dit moment rond 1,3%. Dat is zo'n 0,5% boven het huidige Euribor tarief. Dit suggereert dat de markt er wel rekening mee houdt dat een afroming van de liquiditeit en een terugkeer naar normale tenderprocedures (waarbij financiële instellingen tegen elkaar op moeten bieden ter verkrijging van liquiditeit) zal leiden tot een terugkeer van de geldmarkttarieven in de richting van het officiële beleidstarief (en met geldende risico-opslagen daar iets boven), maar dat de markt vóór het jaareinde geen verhoging van het officiële beleidstarief meer heeft ingeprijsd.

Rente en valuta

Absorptievermogen kapitaalmarkt blijft verrassen

De Europese kapitaalmarkten bevinden zich nog steeds op een draaipunt. De economie herstelt, maar de onzekerheid over de kracht van het herstel is groot.

Figuur 5: Kapitaalmarktrente blijft laag in komende maanden



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank International

De inflatie is in de afgelopen zes maanden gestegen, maar dit lijkt grotendeels tijdelijk. En zo staat het 10-jaars euro swaptarief in de eurozone nog steeds zeer dicht bij haar dieptepunt van 3,27% dat bereikt werd in maart 2009. Dit tarief wordt grotendeels gediceerd door de verwachtingen ten aanzien van Europese geldmarktrentes en de ontwikkeling van het rendement op Duits staatspapier, dat binnen de eurozone nog altijd grote voorkeur bij beleggers geniet. Aan de andere kant van het spectrum zien we de forse stijgingen van het rendement op ander Europees overheids-papier, in het bijzonder natuurlijk van Griekenland, maar ook van Ierland, Portugal, Spanje en Italië. Sinds het begin van 2010 is het eurozonegemiddelde van de 10-jaars obligatie-

rendementen (BBP-gewogen) gestegen met een kleine 15bp. Begin februari was dit overigens nog ruim 30bp, maar sindsdien is de rust op de markt enigszins teruggekeerd. Ondanks de hogere risico-opslagen zijn er geen duidelijke signalen dat het absorptievermogen van de markt is aangetast. Verschillende Europese overheden (inclusief de Spaanse en Italiaanse) hebben in de afgelopen maanden zonder al te veel moeite aanzienlijke bedragen weten op te halen in marktveilingen. Zogenaamde 'bid-cover' verhoudingen bleven in de meeste gevallen ver boven de 1. Dit is ook een teken dat het overheidspapier in de ogen van beleggers nog altijd een veilige belegging vormt in onzekere tijden. Recente economische cijfers in de eurozone laten hier en daar toch wat zwakte zien, hoewel dit deels op het conto van de slechte weersomstandigheden kan worden geschreven. In ieder geval is nog geen sprake van een stevig en houdbaar economisch herstel. Zolang dit niet het geval is blijft de vraag naar overheids-papier naar alle waarschijnlijkheid robuust.

Kapitaalmarktrente voorlopig zijwaarts

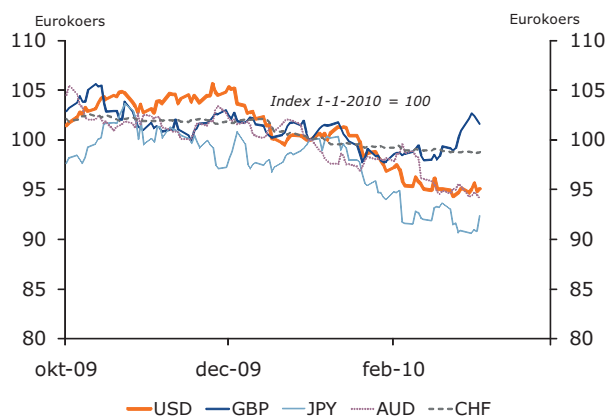
Hoewel wij van mening blijven dat een opwaartse correctie in de kapitaalmarktrentes op enig moment zal plaatsvinden, ligt dat moment voorlopig vrij ver weg in de toekomst. Veel zal afhangen van de vraag of centrale banken zich er dit jaar al aan willen wagen om de beleidsrentes te gaan normaliseren. Op dit moment is dat nog uiterst onzeker. Vandaar dat wij de 10-jaars eurozone swaptarieven op een termijn van zes maanden slechts zeer beperkt zien stijgen (ongeveer 20bp); op een termijn van twaalf maanden ligt een iets sterkere stijging (van zo'n 50bp) nog altijd in het verschiet.

Rente en valuta

Angst voor besmetting drijft euro

Aan de daling van de dollar, die gedurende een groot deel van 2009 plaatsvond, lijkt voorlopig een einde te zijn gekomen. Deze daling werd grotendeels gedre-

Figuur 6: Euro verliest tegen allemaal



Bron: Reuters EcoWin

ven door een afname van de risico-aversie onder beleggers, wat zich vertaalde in een forse stijging van de munten van landen die sterk verbonden zijn met Azië, ofwel een duidelijk grondstoffenkarakter hebben. Aan het eind van 2009 begon de dollar echter aan een opmars, in het bijzonder tegenover de euro, die het steeds zwaarder te verduren kreeg door de begrotingsperikelen van Griekenland en de angst onder beleggers dat een breuk in de eurozone niet meer ondenkbaar is¹. Van een piek van boven de 1,50 begin december 2009 zakte het EUR/USD valutapaar weg naar onder het niveau van 1,36 eind februari 2010. Het lijkt er op dat aan deze neerwaartse beweging nog geen einde is

gekomen. De VS vertoont vooralsnog een krachtiger indruk als het gaat om het economisch herstel dan de eurozone. Daarnaast blijft de interne stabiliteit van de eurozone een negatieve factor achter de euro in de komende maanden. Als deze factor echter verdwijnt, mag een herstel van de euro worden verwacht.

Britse pond profiteert van eurozwakte, maar niet door eigen kracht

In lijn met de ontwikkeling van de dollar wist ook het Britse pond in de afgelopen maanden te profiteren van het zwakke sentiment jegens de euro. Maar duidelijk was ook dat de Britse munt niet werd gedreven door een positieve binnenlandse dynamiek. Een reeks van tegenvallende macro-economische indicatoren, zoals werkloosheidscijfers en detailhandelsverkopen over januari, zorgden er voor dat de munt gedurende de laatste weken van januari en de maand februari in zijn opmars werd gestuit. En hoewel de inflatie voor januari uitkwam op 3,5%, valt dit grotendeels terug te voeren op de BTW-verhoging en zogenaamde basiseffecten. Het EUR/GBP valutapaar bewoog geruime tijd in een nauwe bandbreedte van tussen de 0,865 en 0,885, totdat begin maart de angst voor een parlement zonder meerderheid (de verkiezingen zijn in mei) tot forse verkoopdruk leidde. Wij verwachten dat het Britse pond komende tijd weer iets zal stijgen (maar waarschijnlijk niet tegen de dollar). Ten eerste omdat wij denken dat positieve effecten van het zwakke pond in de komende tijd tot uitdrukking zullen komen in betere cijfers voor de economie en ten tweede blijft de onzekerheid met betrekking tot de stabiliteit van de eurozone een factor die ook in de komende maanden in het voordeel van de Britse munt zal werken.

¹ Zie Wim Boonstra, Grieken hoofdrolspelers in Europees drama?, Themabericht 2010/03, februari 2010

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