

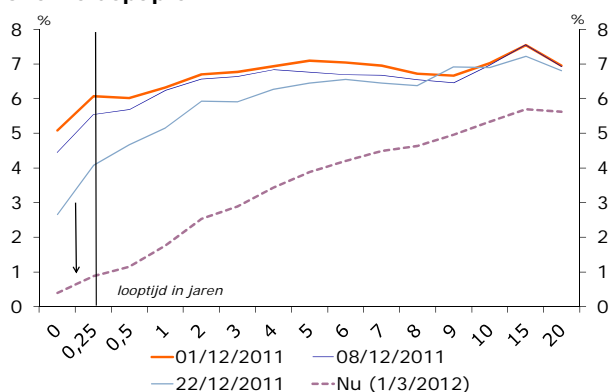
Rente en valuta

Surfen op de LTRO-golf

Sinds de eerste 3-jaars herfinancieringsoperatie (LTRO) door de ECB laten bancaire fundingmarkten voorzichtig herstel zien en zijn de rentes op Spaans en Italiaans overheidspapier sterk gedaald. De grote vraag is of de LTRO's bijdra-

gen aan een structurele oplossing van de Europese schuldencrisis, of slechts tijdwinst kopen. Wij denken voorsnog het laatste en blijven dus in 'crisis mode'.

Figuur 1: Fors lagere rentes op Italiaans overheidspapier



Bron: Reuters EcoWin

Liquiditeitsinjecties vallen goed

Sinds de eerste 3-jaars herfinancieringsoperatie (LTRO) door de ECB in december 2011 is het sentiment op de financiële markten over een brede linie verbeterd. Interbancaire fundingmarkten hebben een voorzichtig herstel laten zien en geldmarktopslagen zijn gedaald, mede omdat de angst dat een financiële instelling door acute fundingproblemen om zou vallen is weggeëbd. Tegelijkertijd daalden de geëiste rendementen op Spaans en Italiaans over-

heidspapier sterk. Veilingen van het papier verrasten keer op keer in positieve zin wat voor de markt vooral betekende dat (op zijn minst een gedeelte van) het LTRO-geld zich van de perifere banken naar perifere overheden heeft verplaatst. Maar ook de Eurostoxx 50 index –een aandelenmandje van vijftig grote Europese ondernemingen– is dit jaar al bijna 10% gestegen. Onverwacht goede macro-economische cijfers, vooral uit de Verenigde Staten, gaven de markten steun. Het lag al voor de hand dat ook in de tweede 3-jaars LTRO, die eind februari plaatsvond, opnieuw een flink bedrag door de banken zou worden opgenomen. De verwachtingen (ongeveer EUR 470 miljard) werden zelfs overtroffen met EUR 530 miljard. Dat kwam vooral omdat er ten opzichte van de eerste operatie sprake was van verruimde onderpandseisen voor financiële instellingen in zeven (merendeels perifere) eurozone-lidstaten. Ten tweede moet dit jaar nog altijd een grote hoeveelheid bankleningen worden geherfinancierd.

Bij al het optimisme laten recente cijfers over de kredietverlening aan gezinnen en bedrijven een duidelijke verslechtering zien in de laatste maanden van 2011. De ECB stelt zelf dan ook dat zij met de introductie van de 3-jaars leningen een 'credit crunch' heeft voorkomen. Zij heeft ook de negatieve spiraal op de markten doorbroken, die het gevolg was van de wisselwerking tussen de financiering van banken en die van overheden. Steeds hogere rentes ondermijnden de houdbaarheid van de Italiaanse en Spaanse staatschuld, wat op zijn beurt weer leidde tot een afbrokkelend vertrouwen in de financiële sector.

Hoe ziet het leven na de LTRO eruit?

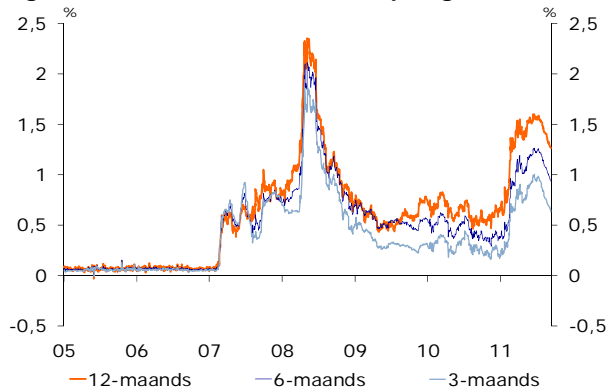
Het is zeker niet uitgesloten dat de liquiditeitsgedreven rally door de groter dan

Rente en valuta

verwachte opname van ECB-leningen in de tweede LTRO een extra duwtje in de rug krijgt, maar dat laat onverlet dat er in onze ogen een hernieuwde verslechtering van het marktsentiment moet plaatsvinden om Europese leiders ervan te

overtuigen dat hun werk nog niet is voltooid. Sterker nog, je zou kunnen stellen dat de druk om doortastend te handelen door het succes van de LTRO eerder is afgenomen. Het blijft echter een liquiditeitsmaatregel en zorgt er in feite voor dat een steeds groter deel van de (inter-)bancaire financieringsstromen wordt vervangen door centrale-bankengeld. Nog altijd staat een aantal seinen op de financiële markten op 'oranje' in plaats van op 'groen', zoals de aanzienlijke risicopremie tussen Euribor-tarieven en swaps met een zelfde looptijd gebaseerd op de overnight (EONIA) rente.

Figuur 2: Interbank-OIS risico-opslagen



Bron: Macrobond

Crisis-resolutie ziet er anders uit

Dat dergelijke risicopremies nog steeds hoog zijn, duidt erop dat ook de markt er niet van overtuigd is dat de eurozonelanden het tij definitief hebben gekeerd. Zoals wij onlangs nog in onze Visie op 2012 betoogden, is de enige echte oplossing voor de Europese schuldencrisis een fiscale unie, met daarin een verschuiving van soevereiniteit op begrotingsgebied naar het centrale niveau, maar ook het gezamenlijk delen van risico's. Duitsland heeft begrepen dat een dergelijke strategie alleen tot een stabielere omgeving leidt als er een stevig begrotingsraamwerk ligt met geloofwaardige sancties. Daar is in de afgelopen tijd aan gewerkt, vooral na de decembertop. Maar aan het gezamenlijk delen van de risico's is onvoldoende aandacht besteed, terwijl dat in onze ogen cruciaal is om de markten te dwingen de eurozone weer als een geheel te gaan zien in plaats van zich te concentreren op de zwakste schakels in de ketting.

Natuurlijk kan worden gesteld dat een verhoging van de noodfondsen een oplossing biedt. De Europese ministers willen deze kwestie begin maart tackelen. Maar zelfs als zij tot een akkoord komen waarin de beschikbare ruimte in het huidige EFSF (ongeveer EUR 250 mrd) mag worden opgeteld bij de EUR 500 mrd van het nieuwe ESM, dat vanaf medio 2012 van kracht zou moeten worden, is dit niet meer dan een tussentijdse oplossing die vooral tijdwinst biedt. Zolang de noodfondsen niet worden ingezet voor Spanje en Italië is er namelijk de facto nog steeds geen sprake van een 'pooling' van risico's. Bovendien is de werking van de noodfondsen nog altijd niet voldoende aangetoond.

Zoeken naar het omslagpunt

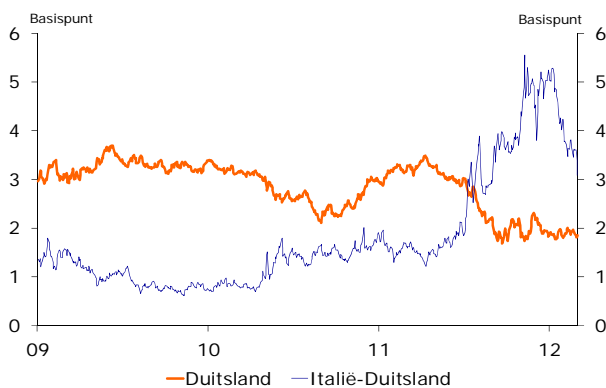
In een crisis-resolutiescenario zou je verwachten dat de geëiste rendementen op perifeer overheidspapier dalen, terwijl die op obligaties van de kernlanden

Rente en valuta

(Duitsland in het bijzonder) juist toenemen, omdat er sprake is van de facto risico-overdracht en de kernlanden dus niet langer de 'veilige haven' voor beleggers vormen. Zoals figuur 3 illustreert, hebben we dat eerste wel gezien, maar

het laatste niet. Het effectief rendement op 10-jaars Duits papier beweegt sinds medio december in een bandbreedte van 1,75 tot 2%.

Figuur 3: Spread Italië-Duitsland en Duitsland



Bron: Macrobond

Onze kortetermijnramingen voor wat betreft de swaprentes zijn gestoeld op het idee dat de crisis opnieuw moet verhevigen om deze risico-overdracht af te dwingen. Dat houdt in dat wij verwachten dat –als de effecten van de LTRO zijn uitgewerkt– de rentes op perifere papier in de komende maanden opnieuw opwaarts zullen gaan bewegen en de rendementen op (lang) Duits papier terug zullen vallen, zij het niet meer zo heftig als in de crisisperiode die in 2011 plaatsvond. Een stijging van de risico-premies in de markt zal de impact

hiervan op de lange swaptarieven dempen, zodat de 10-jaars swaprente per saldo slechts beperkt zal dalen. Aan de ultra-lange kant van het looptijdsspectrum overheerst het effect van de rentedaling op staatspapier van de kernlanden. Hierbij dienen we te bedenken dat het uitlopen van perifere rentes nu wellicht nog grotere gevolgen voor banken in de periferie zou kunnen hebben, juist omdat zij LTRO-geld hebben ingezet om papier van eigen overheden te kopen. Bij credit events zullen deze banken dan weer flink moeten afschrijven.

Steilere kapitaalmarktcurve op middellange termijn

De druk op de eurolanden kan snel weer toenemen en wij verwachten dat het omslagmoment zich ergens in de tweede helft van het jaar zal manifesteren. De 3-jaars LTRO heeft wel voor rust gezorgd, maar er zullen nog meer stappen moeten worden gezet die elementen van een fiscale unie bevatten. De systeemoplossing kan overigens diverse vormen hebben. Een expliciete toezegging ten aanzien van risico-overdracht en wellicht op termijn de introductie van eurobonds kan zo'n oplossing zijn. Maar ook een grootschalige aankoop van perifere papier door de ECB is nog altijd een mogelijkheid die we zeker niet uitsluiten, vooral in het licht van de politieke gevoeligheden in de kernlanden met betrekking tot het steunen van de periferie. Hoe het ook zij, in het crisis-oplossingscenario zullen de spreads op perifere overheidspapier dalen en zal tegelijkertijd het rendement op Duitse Bunds stijgen. Dit scenario wordt gereflecteerd in onze middellangetermijnramingen voor de swaprentes. Zo zien we een stijging van het rendement op 10-jaars Duits papier van 70 bp, wat de 10-jaars swaprente met zo'n 50 bp zou opstuwten in de komende twaalf maanden. De swaptarieven voor de langere looptijden stijgen dan naar verwachting nog harder.

Rente en valuta

ECB wacht af

Ondanks de waslijst aan maatregelen door de ECB zijn de onzekerheden nog altijd groot. In de laatste persconferentie van de centrale bank toonde Mario

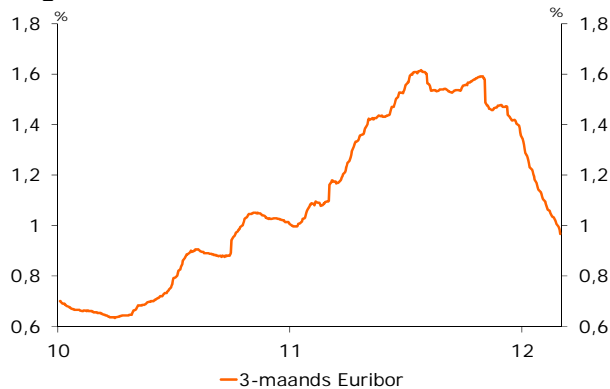
Draghi zich iets positiever, vooral dankzij de impact van de LTRO en de eerste tekenen van stabilisatie in de economie. De meest onzekere factor is echter de consument, die wordt geconfronteerd met nieuwe bezuinigingsmaatregelen. Overheden –op hun beurt– zien de effectiviteit van deze maatregelen ondermijnd door de zwakke economie. Daarnaast neemt de inflatie minder snel af dan gedacht, vooral vanwege de stijging van de olieprijs. Wij verwachten dat de ECB de komende maanden een afwachtende houding aanneemt, ervan uitgaande dat het scenario van een ‘milde recessie’ bevestigd blijft. Het succes van de LTRO's zal uiteindelijk worden bepaald door vier aspecten: (i) een voortgaande verbetering

van de markten voor bankfinanciering, (ii) een daling van de risicopremies, (iii) stabilisatie van de rendementen op perifere overheidspapier en (iv) signalen dat hiervan een gunstig effect uitgaat op de kredietverlening door banken aan gezinnen en bedrijven. Vooral dit laatste is cruciaal. Zoals wij echter hebben aangegeven, is het in onze ogen waarschijnlijk dat de markt opnieuw een poging zal doen om een systeem-oplossing door eurozonelanden af te dwingen. Dit betekent dat het recente succes van de LTRO op de eerste drie aspecten niet noodzakelijk blijvend zal zijn en dat de ECB wellicht zal worden gedwongen om het opkoopprogramma van staatspapier een nieuwe boost te geven, vooral als de eurozoneleiders het af laten weten.

Rente langer laag?

Wij verwachten dat de ECB haar beleidstarief gedurende de rest van 2012 ongewijzigd zal laten, maar dat Euribor-tarieven nog wat verder zullen dalen vanwege de overliquiditeit in de geldmarkt. Nadrukkelijk houden we de mogelijkheid open van een extra 25 bp of zelfs 50 bp-verlaging als de recessie zich verder blijkt te verdiepen. Ook volgend jaar zal de rente waarschijnlijk zeer laag blijven. Sinds juli 2008 heeft de ECB renteverhogingen tot tweemaal toe moeten terugdraaien en dat werpt natuurlijk een zekere drempel op. Bovendien heeft de Fed eerder dit jaar aangegeven de rente zeker tot eind 2014 laag te houden en in een scenario van crisis-oplossing in de eurozone en de daarmee gepaard gaande stijging van de euro en van de rendementen op Duits papier (zoals hierboven aangegeven) is de noodzaak tot snelle normalisering ook minder groot. Onze middellangetermijnramingen voor de groei en inflatie in de eurozone (1,25% respectievelijk 1,5% in 2013) staan dit in ieder geval niet in de weg.

Figuur 4: Overliquiditeit houdt geldmarktrente laag



Bron: Reuters EcoWin

Rente en valuta

Hoe zorgt de euro voor afleiding?

De euro had vooral in de laatste twee maanden van 2011 veel last van de schulden crisis. De afwaarderingen van verschillende landen door de ratingbureaus

wogen zwaar. Inmiddels bezit Frankrijk geen AAA-rating meer bij S&P en zijn bijvoorbeeld Italië en Spanje verder afgewaardeerd. Portugal staat op junk. De as Hongarije-Oostenrijk en de turbulentie in Griekenland zorgden voor besmetting van Portugal en de rest van de eurozone. Hierdoor werd medio januari zelfs even de 1,26 aangeraakt. Eigenlijk leek 2012 al afgeschreven. De meesterzet van Mario Draghi zorgde echter voor een draai in het markt sentiment. In eerste instantie werd het verstrekken van 3-jaars geld door de ECB slechts gezien als een onderdeel van een veel groter pakket aan maatregelen, maar toen de geëiste rendementen op kortlopende perifere

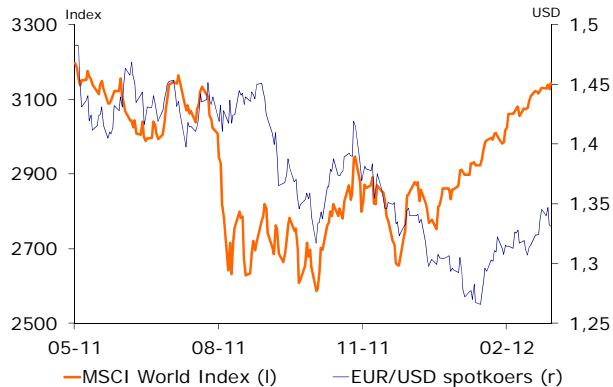
obligaties plotseling sterk daalden, werd een recycling van LTRO-geld als aanjager hiervan gezien. En daar bleef het niet bij. Langzaam maar zeker werd ook de lange kant mee omlaag gezogen en dit had tot gevolg dat de euro begon te herstellen. Eind februari handelde EUR/USD al weer op 1,34. Het toenemende vertrouwen was nog duidelijker zichtbaar op de aandelenmarkten, waar flinke plussen werden neergezet. De correlaties tussen verschillende markten is flink afgenomen sinds eind 2011, wat een teken van robuustheid is. Slechte dagen op de financiële markten zijn niet noodzakelijk meer nadelig voor de eurodollar.

Ontwikkelingen in VS van grotere invloed op langetermijnbeeld

Op dit moment lijkt de markt niet echt bezig met de ontwikkelingen in de VS. Eigenlijk zijn de problemen in de eurozone een fantastische bliksem afleider voor de uitdagingen die de Verenigde Staten nog in het vooruitzicht hebben. Het schuldenplafond mag dan wel zijn opgehoogd, maar de onenigheid tussen de Republikeinen en de Democraten is verre van verdwenen. In het najaar zijn de verkiezingen. Een lichtpuntje is dat de economie aan de beterende hand is en een dubbele dip wordt vermeden. Tegelijkertijd, echter, heeft de Fed haar beleid van ultralage rente nog eens bestendigd en sluit zij ook een vervolg op het kwantitatief verruimingsbeleid niet uit.

Voor de korte termijn verwachten wij dat de euro terug zal vallen, vooral om de redenen die wij eerder hebben aangegeven: de markt zal vervolgstappen van eurozonelanden afdwingen. Op een 3-maands horizon hebben wij een koersdoel van 1,25 voor de eurodollar. Onze langetermijnvisie gaat uit van een toenemend vertrouwen in de eurozone en een nieuwe ronde aan verruimingsmaatregelen in de VS ('QE3'). Ons 12-maands eurodollar koersdoel is daarom 1,40.

Figuur 5: Markten varen steeds meer eigen koers



Bron: Reuters EcoWin

Rente en valuta

Britse pond een veilige haven?

Het Britse pond was vorig jaar lang in trek als gevolg van het 'één munt, één land-principe'. EUR/GBP daalde van ongeveer 0,90 eind juni naar 0,82 begin

januari. Door het herstel van het vertrouwen in de eurozone is het Britse pond dit jaar wat verzwakt. Eind februari noteerde het EUR/GBP valutapaar 0,84. De Bank of England heeft ondertussen het aankoopprogramma van obligaties in twee stappen verhoogd van GBP 200 miljard naar GBP 325 miljard in februari 2012 en de notulen van de vergadering in februari geven aan dat er wellicht meer in het vat zit. Ondanks een aantal hoopvolle signalen presteert de Britse economie nog altijd matig. De centrale bank kon het verruimingsprogramma ook verhogen omdat de inflatie aan het dalen is, zelfs al is dit deels te danken aan het wegvallen van de btw-verhoging van vorig jaar.

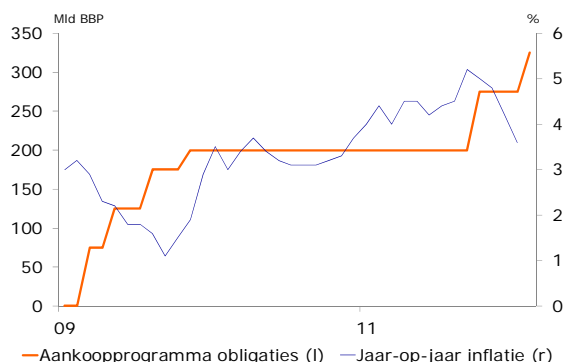
Daarnaast heeft de Britse afzondering van zijn

EU-partners tijdens de decembertop een negatieve invloed op het pond gehad. Evenals de waarschuwingen van Moody's dat de AAA rating van het VK gevaar loopt omdat het land minder goed in staat is om nieuwe schokken op te vangen. Op korte termijn zien wij het Britse pond stabiel tot zelfs iets sterker tegen de euro, maar op middellange termijn ligt een verzwakking van het pond voor de hand. Een verdere terugkeer van het vertrouwen in de euro zal gepaard gaan met een afbouw van 'veilige haven'-posities in het Britse pond, terwijl het inderdaad nog maar zeer de vraag is of de kredietwaardigheid op AAA blijft.

Een positief sentiment in Europa werkt voor Japan

De Japanse yen is lange tijd gestegen tegenover de euro en het EUR/JPY valutapaar bereikte medio januari van dit jaar een stand van 97. Ook Japan werd gezien als een veilige haven, onder andere vanwege het handelsoverschot waarmee het zijn schulden eenvoudig kan financieren. Interventies –tussen 28 oktober en 28 november vorig jaar werd voor JPY 9,1 biljoen aan dollars gekocht– hadden slechts beperkt effect. Hernieuwd optimisme op de financiële markten in de afgelopen weken heeft tot afbouw van yen-posities geleid. Op het moment van schrijven noteert EUR/JPY 108, een flinke stijging dus. Op korte termijn kan de yen profiteren van een hernieuwde toename van de risicoperceptie in de markten, maar op de langere termijn zijn wij negatief over de yen. De snel verouderende populatie zet druk op de Japanse spaarquote, wat het handelsoverschot onder druk zet terwijl de (grotendeels binnenlands aangehouden) overheidsschuld fors toeneemt. Een structurele oplossing voor de Europese schuldencrisis zal het veilige-havenkarakter van de yen verder ondergraven.

Figuur 6: Inflatie daalt, geldmachine aan?!



Bron: Reuters EcoWin