

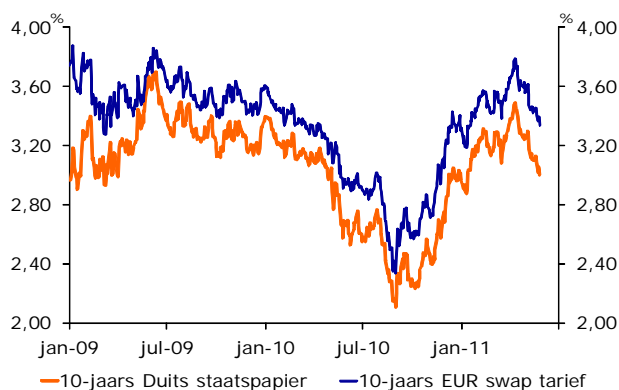
Rente en valuta

Hardnekkig spook

Het spook van de soevereine schulden crisis wil maar niet verdwijnen. De nieuwe oprispingen komen vooral uit Griekenland en zijn een gevolg van het feit dat de eurozonelanden een land dat met solvabiliteitsproblemen kampt met liquiditeits-

maatregelen proberen boven water te houden. Het alternatief – een herstructurering van de Griekse schulden op korte termijn – is echter weinig aantrekkelijk, gezien de enorme impact die hier vanuit zal gaan op de financiële sector en de economie van de eurozone als geheel. Gelukkig gaan er ook dingen goed. Zo herstelt de economie redelijk voorspoedig dankzij Duitsland. Daarmee loopt natuurlijk ook de inflatie op. De ECB is nog altijd voornemens dit te laten doorklinken in hogere rentetarieven.

Figuur 1: Rendement op 10-jaars Duits papier en 10-jaars EUR swaptarief



Bron: Reuters EcoWin

Marktsentiment verzuurt

In de eerste maanden van dit jaar leek het een beetje de goede kant op te gaan met de financiële markten, maar daarna brokkelde het sentiment weer af. Europese ministers van Financiën accordeerden op 16-17 mei een financieel steunpakket voor Portugal ter waarde van € 78 miljard voor de komende drie jaar. Maar de oprisping van de problemen in Griekenland heeft het sentiment in de afgelopen weken flink verzuurd. Meer algemeen stellen wij vast dat de strategie van de eurozonelanden nog altijd de neiging heeft om teveel met te kleine stapjes achter de feiten aan te lopen. Bovendien laat een gebrek aan eensgezindheid veel ruimte voor invloed van de markten. Werd eind maart nog op 3,5% gehandeld (ruim 50bp hoger dan eind 2010), inmiddels heeft een nieuwe vlucht in Bunds sinds medio april het rendement op 10-jaars Duits staatspapier teruggebracht naar een niveau van rond de 3%. We zijn wat dat betreft dus 'terug bij af'. Lange swaprentes laten een dienovereenkomstig beeld zien (zie figuur 1).

Onhoudbaar

Dat de Griekse overheidsfinanciën op lange termijn onhoudbaar zijn, daar waren de meeste economen het eigenlijk al langer over eens. Het land heeft een bruto schuldquote van ruim 142% en deze dreigt op te lopen tot 166% in 2012. De offers die moeten worden gebracht voor wat betreft de totale reductie van het overheidstekort (naast alle andere maatregelen, zoals structurele hervormingen), zijn buitengewoon groot. Zo groot dat sterk kan worden getwijfeld aan de haalbaarheid ervan – zeker in het licht van de groeiende weerstand bij het Griekse publiek en in ieder geval gezien het tijdsbestek waarin dit moet plaatsvinden. De hoop was natuurlijk dat het leningenpakket van € 110 miljard, dat in mei 2010 zijn beslag kreeg, de Grieken de tijd zou geven om het vertrouwen van beleggers te herwinnen. Helaas is dit een 'uphill battle' gebleken.

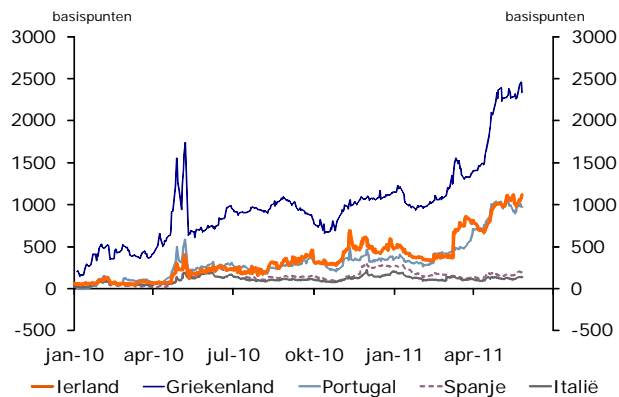
Rente en valuta

Belastinginning is Griekse achilleshiel

Als enige land in de eurozone slaagde Griekenland erin het overheidstekort in 2010 met ruim 5% van het BBP te reduceren. Dat kwam vooral door een forse

verlaging van de (centrale) overheidsuitgaven (-8,3%). Ook is er flink ingegrepen op een aantal terreinen, zoals op dat van de pensioenen, waardoor de langetermijnbetaalbaarheid is verbeterd. Maar het zijn de belastinginkomsten die zijn achtergebleven bij de planning. De totale overheidsinkomsten stegen met 2,7% in 2010, maar belastinginkomsten op inkomen en vermogen daalden met ruim 8%. Deels valt dit te verklaren uit de negatieve spiraal waarin het land terecht is gekomen (het volume van de economie kromp in 2010 met 4,4%) en de conjuncturele gevoeligheid van deze inkomsten. Maar de Grieken wordt ook verweten op dit terrein te weinig inspanningen te hebben geleverd. De Europese ministers van Financiën en het IMF hebben de druk op Griekenland in ieder geval opgevoerd om een versnelling te bewerkstelligen in de verkoop van staatsbezit, om zo de noodzaak voor nog veel meer leningen in de toekomst te verkleinen.

Figuur 2: Risico-opslagen 2-jaars overheidspapier



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

'Herprofileren' of niet?

De uitspraken van een aantal Europese officials, zoals Jean-Claude Juncker, dat een 'herprofilering' of 'zachte herstructurering' van de Griekse overheidsschuld uiteindelijk toch moet worden overwogen, heeft de situatie op de markten opnieuw op scherp gezet. De risico-opslagen op perifere overheidspapier zijn in de afgelopen maanden explosief gestegen (figuur 2). Zoals wij het interpreteren duidt het gebruik van bovenstaande woorden op een situatie waarin de looptijden van (een deel van) de Griekse schulden worden verlengd, met dien verstande dat het op vrijwillige basis plaatsvindt. Dat zou betekenen dat er in de komende jaren minder bestaande schuld geherfinancierd hoeft te worden. Er zitten echter nogal wat praktische haken en ogen –en vooral risico's– aan een dergelijk scenario. Inmiddels hebben grote ratingbureaus gezegd dat zij een dergelijke actie als een 'default' of 'selective default' zullen beschouwen.

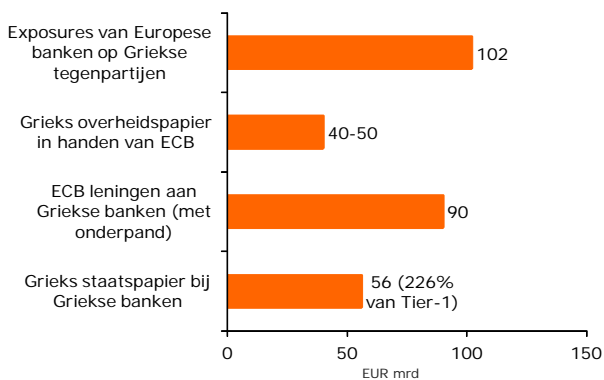
Het doemscenario

Een herstructurering van de Griekse schuld op korte termijn is door verschillende ECB-raadsleden al vergeleken met een 'Lehman-achtige' schok. Het volgende scenario zou zich ongeveer kunnen voltrekken. Een grote private houder van Grieks overheidspapier gaat niet akkoord met looptijdverlenging en stelt dat Griekenland in gebreke blijft. De ratingbureaus verlagen hun ratings voor Grieks papier tot onder het B-niveau en de daartoe geëigende instanties bestempelen

Rente en valuta

de situatie als een 'credit event'. Griekse banken moeten forse afboekingen doen op het Griekse staatspapier dat zij in portefeuille hebben. Hierdoor wordt hun kapitaal volledig weggevaagd (schattingen zijn dat de waarde van het Griekse

Figuur 3: Exposures op Griekenland



Bron: BIS, OESO, Griekse Centrale Bank, Rabobank

overheidspaper de waarde van hun kapitaal meermalen overtreft). Bovendien hebben zij grote bedragen (zo'n € 90 miljard) van de ECB geleend. De ECB kan het Griekse papier niet langer als onderpand accepteren.

Kortom, de eerste schok treft vooral de Griekse banken en leidt mogelijk tot grootschalige kapitaalvlucht. Dit blijft uiteraard niet zonder gevolgen voor Europese banken. De interbancaire geldmarkten gaan opnieuw op slot vanwege onzekerheid over onderpanden en Europese banken met grote exposures op Griekenland (vooral Duitse en Franse banken) moeten verliezen afboeken. De totale exposures van Europese banken op Griekenland bedroegen in het vierde kwartaal van 2010 ruim € 100 miljard (BIS cijfers).

Besmettingsgevaar is groot

Op zichzelf moet een dergelijk bedrag de Europese banken niet in problemen brengen, maar het grote gevaar zit hem vooral in het risico dat andere perifere lidstaten ook om een verlichting van de schuldenlast zullen vragen. In Ierland neemt de weerstand tegen verdere bezuinigingsmaatregelen ook toe en zullen het publiek en de politiek zich afvragen of er nog sprake is van faire behandeling. De exposures van het Europese bankwezen op Ierland zijn aanmerkelijk groter dan op Griekenland. Het domino-effect zal steeds groter worden en de vraag is of het proces dan nog controleerbaar blijft. Bovendien zal een negatieve marktdynamiek tot hogere risico-opslagen voor de andere perifere lidstaten leiden, ook voor diegenen (Spanje en Italië) die zich nu juist een beetje van de rest van de periferie hebben weten af te zonderen. Wellicht dat ook de kostenbatenanalyse van het verlaten van de eurozone voor Griekenland en Ierland dan steeds meer in het voordeel van 'verlaten' gaat uitvallen, waarmee een desintegratie van de eurozone in gang wordt gezet, met alle gevolgen van dien.

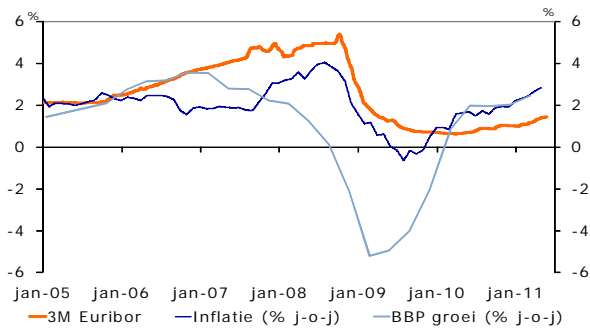
Waar naartoe?

Uiteraard zijn er mildere scenario's te bedenken, maar tijd kopen lijkt verstandig zolang het Europese economische herstel fragiel is en de financiële sector nog niet is hersteld van de schok die het Lehmanfaillissement veroorzaakte. Het angstbeeld van geld in een bodemloze put gooien is natuurlijk niet aantrekkelijk, maar het alternatief lijkt vele malen erger. De discussie over verdere hulp aan zwakkere eurolanden is steeds meer naar het politieke domein verschoven en

Rente en valuta

daarmee worden de uitkomsten steeds onvoorspelbaarder. De ECB lijkt in ieder geval elke vorm van herstructurering op de langere baan te willen schuiven, getuige de druk die zij uitoefent op de eurozoneleiders. Wij gaan er eigenlijk vanuit dat Griekenland uiteindelijk langer de tijd zal krijgen om verder orde op zaken te stellen.

Figuur 4: Groei en inflatie wijzen allebei omhoog in de eurozone



Bron: Reuters EcoWin

Bunds nog wel even in trek, maar fundamenteel is de rente laag

Dit kan bijvoorbeeld door het verstrekken van additionele financiering door de EU en het IMF voor de periode tweede helft 2012 - medio 2013. De extra speeltijd die de Grieken hiermee winnen, zal ook moeten worden benut om de eurozone voor te bereiden op het vrijwel onvermijdelijke eindstation van gecontroleerde schuldsanering. Dat neemt niet weg dat Griekenland niet onder druk zal blijven staan om

door te gaan met zijn bezuinigingskoers.

De uitdagingen zijn enorm. Voor wat betreft de rente betekent dit in ieder geval dat een grote mate van volatiliteit is te verwachten. In een dergelijke omgeving zal de vraag naar 'veilige' Bunds met enige regelmaat terugkeren, zoals we ook in de afgelopen weken hebben gezien. Toch zijn naar onze mening de economische *fundamentals* in de eurozone (en al helemaal in Duitsland) dusdanig verbeterd dat aan de houdbaarheid van het huidige (lage) rendement op Duits staatspapier kan worden getwijfeld. Wij zien de recente correctie in het rendement – en de daarmee samenhangende swaprentes – dan ook als een tijdelijke zaak. Op termijn verwachten wij hogere rentes. Niet onbelangrijk is dat de (onvermijdelijke) kosten van het bijeen houden van de eurozone uiteindelijk op de sterkste schouders zullen rusten. Bovendien zal het Duitse papier op langere termijn meer concurrentie krijgen van EFSF papier. De glans gaat er dus langzaam van af en dat zal leiden tot hogere geëiste rendementen.

ECB laat zich niet uit het veld slaan

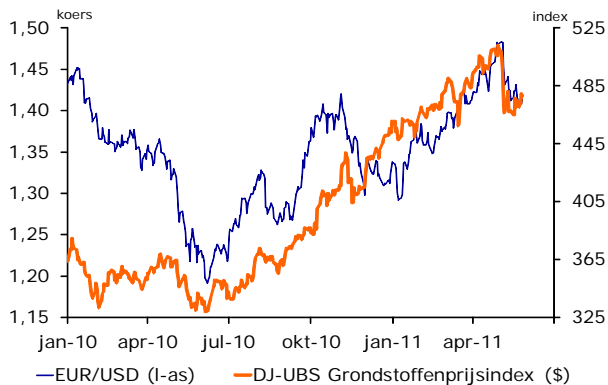
Ook vanuit het monetaire beleid blijft er een zekere opwaartse druk op de rente. Ondanks dat het gevaar van een verkeerde afloop van de schulden crisis is toegenomen, is de ECB vastberaden de rente verder te verhogen. Zij verhoogde haar beleidstarief in april reeds met 0,25%. ECB-voorzitter Trichet gaf in de persconferentie van mei wel de indruk dat de ECB pas weer in juli zal gaan verhogen in plaats van in juni (waar de markten eerder op hadden gezinspeeld). Kijkend naar het eurozonegemiddelde constateren we dat het economisch herstel tot nu toe krachtiger is dan eerder werd verwacht. De inflatie vertoont een opwaartse tendens. Deze wordt weliswaar grotendeels veroorzaakt door gestegen voedsel- en energiekosten, maar toch lijkt ook de kerninflatie de weg

Rente en valuta

omhoog te hebben gevonden. Wij verwachten dat de ECB haar beleidstarief in de tweede helft van dit jaar met nog eens 0,5% zal verhogen om een mate van normalisering van het traditionele monetaire beleid te bewerkstelligen. In het

licht van de potentiële marktfrikties die de terugkeer naar een normaal liquiditeitsbeleid met zich mee zouden kunnen brengen, lijkt ons volledige normalisatie dit jaar onhaalbaar.

Figuur 5: Grondstoffen en de eurodollar: perfecte correlatie?



Bron: Reuters EcoWin

Einde aan de stijgende lijn?

De doemdenkers die een ineenstorting van de euro voorspelden, hebben vooralsnog geen gelijk gekregen. Macro-economische berichtgevingen uit de eurozone waren beter dan verwacht en ondersteunden het fragiele herstel van de euro vanaf ongeveer 1,30 eind vorig jaar tot 1,50 begin mei.

In het eerste kwartaal stegen de grondstoffenprijzen aanzienlijk en in de eurozone liep de inflatie harder op dan in de VS. Dit voedde de verwachtingen dat de ECB sneller dan eerder

verwacht de rente zou gaan verhogen. Dit gebeurde ook, in april dit jaar. De rente werd verhoogd van 1% naar 1,25% en dat was voor het eerst in bijna twee jaar. De markt maakte zich in rap tempo op voor een verdere verhoging, wellicht al in juni. De persconferentie in mei moest dit bevestigen via de code taal 'sterke waakzaamheid'. Het liep echter anders. Trichet liet de verwachte woorden namelijk in de aktetas, met als gevolg dat de eurodollar begon te dalen. Dit was nog maar het begin, want later bleek de felle daling van de zilverprijs een springplank voor stevige koersdalingen op de effectenbeurzen, die de dollar in trek maakten als veilige haven. Tel daar het verheven van de Europese schuldencrisis bij op en halverwege mei konden we voor het valutapaar 1,40 noteren, met de meest gestelde vraag: is dit een correctie of slechts het begin van een verdere daling?

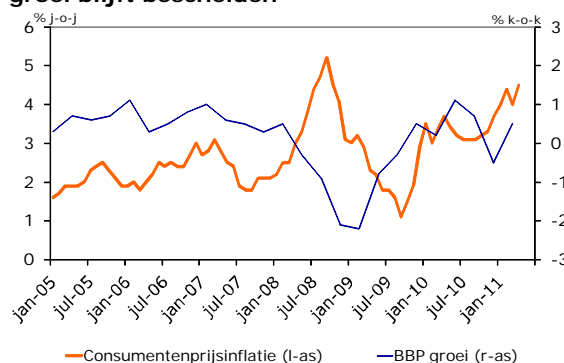
Wij denken het eerste. Ondanks de onzekerheden rond de schuldencrisis verwachten wij een stijging van het eurodollar valutapaar. De bezuinigingsmaatregelen in de eurozone zullen uiteindelijk tot een hernieuwde toename van het vertrouwen onder beleggers leiden en daarmee steun voor de eurodollar bieden. Ook liggen er nog meer renteverhogingen van de ECB in het verschiet, met de eerstvolgende in juli en daarna in oktober, denken wij. Verdere verhogingen in 2012 zijn mogelijk gezien de 'normalisatiedrang' van de ECB, alhoewel wij het tempo van renteverhogingen wel zien afnemen. Verder zal de markt ook steeds meer gaan kijken naar de begrotingsproblemen in de VS. Het eerste waarschuwingsschot werd recentelijk gegeven door ratingbureau S&P's via een 'negatieve outlook', overigens vooralsnog met behoud van de AAA-rating. In eerste instantie denken wij dat de 1,45 bereikt zal gaan worden, alvorens een ver-

Rente en valuta

dere stijging terug naar de 1,50 tot de mogelijkheden behoort. Een kanttekening voorwaarde is overigens dat de eurozone niet implodeert en dat er geen versnelde herstructurering van de Griekse staatschuld komt die een nieuwe schok-

golf genereert. Dat zou namelijk tot een forse daling van de euro leiden en de traditionele rol van de dollar als veiligheidsvaluta herstellen.

Figuur 6: Britse inflatie loopt op, economische groei blijft bescheiden



Bron: Reuters EcoWin

Het Verenigd Koninkrijk blijft kwakkelen

In de afgelopen weken heeft het pond geprofi- teerd van de eurozwakte, onder invloed van de toegenomen turbulentie in de Europese markt voor overheidspapier. Toch is de euro sinds begin van dit jaar per saldo sterker geworden tegenover het Britse pond, evenals tegen veel andere valuta's. De reden ligt voornamelijk in het feit dat de problemen in de eurozone voor- alsnog niet zijn geëscaleerd naar de grote pe- rifere lidstaten (Spanje en Italië) en de markt rekening houdt met meer renteverhogingen

door de ECB. Op de achtergrond speelt ook mee dat de Britse economie relatief zwak blijft presteren. Zie ook de bijdrage over het VK elders in deze studie. Tegelijkertijd is de inflatie in april verder opgelopen. Waar de markt rekende op een stijging van 'slechts' 4,1% jaar-op-jaar, werd dit 4,5%. Het was nota bene een inflatierapport van de Bank of England dat eerder stelde dat een uitschieter naar de 5% niet mag worden uitgesloten. Alle bovenstaande ontwikkelingen zouden de indruk kunnen wekken dat wij negatief zijn over de verwachte ont- wikkeling van het Britse pond. Wij denken echter dat de munt op de langere termijn zal gaan versterken, hoewel de mate van stijging beperkt zal zijn zolang de Britse economie een fragiele indruk blijft geven. De belangrijkste reden hier- voor is dat wij denken dat toekomstige renteverhogingen door de Bank of Eng- land (om de oplopende inflatie tegen te gaan) uiteindelijk positief zullen door- werken voor de munt. Onze verwachting is dat het beleidscomité in de komende maanden wil aanzien hoe de economie reageert op de bezuinigingen, maar dat het in november overstag zal gaan. Verder noteert het Britse pond nog altijd aanzienlijk onder zijn evenwichtswaarde van 0,77, die gebaseerd is op het koop- krachtpariteitsniveau. Bij een dergelijk niveau zou de prijs van een vergelijkbaar (en verhandelbaar) mandje aan goederen gelijk zijn, om het even in welke munt. Een dergelijke koersmaatstaf is zeker niet zaligmakend, maar voor ons wel een reden om te denken dat een daling van sterling op lange termijn minder waarschijnlijk is dan een stijging. Tot slot denken wij dat de Britse export uitein- delijk zal profiteren van de zwakte van het pond, wat de Britse economie stimu- leert en een bodem legt onder het pond. De BBP-cijfers over het eerste kwartaal zijn wat dat aangaat in ieder geval hoopgevend. De export was in het eerste kwartaal een belangrijke drijfveer van de groei.

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

Emile Cardon
Emile.Cardon@rabobank.com