

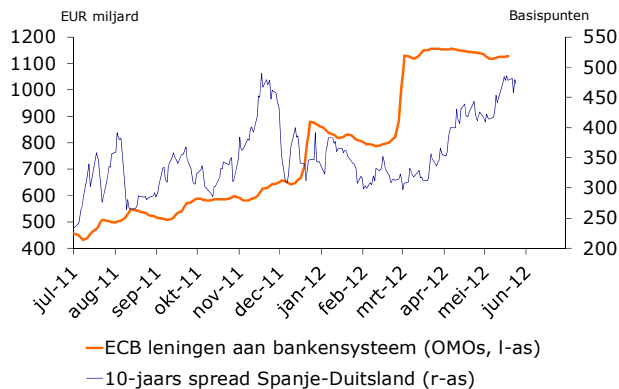
Rente en valuta

Terug naar af

Ons wantrouwen ten aanzien van het positieve sentiment op de financiële markten in de eerste maanden van het jaar is helaas terecht gebleken; de liquiditeitsverruimende maatregelen van de ECB, in het bijzonder de LTRO's, boden slechts

tijdwinst maar geen structurele oplossing voor wat in essentie een solvabiliteitsprobleem is. In de afgelopen twee maanden hebben de markten min of meer hetzelfde patroon laten zien als in de tweede helft van 2011: dalende aandelenkoersen, een dalende euro en stijgende risicopremies op de kapitaalmarkten. Tegelijkertijd bereikte het rendement op Duits en Nederlands staatspapier nieuwe recorddieptes. Nu de kansen op een Griekse uittreding groter lijken dan ooit, neemt de druk op eurozoneleiders om versterkende maatregelen te nemen weer snel toe.

Figuur 1: Uiteindelijk hebben de LTRO's geen blijvende impact gehad op de Spaanse spread



Bron: Macrobond

LTRO's: vooral tijdelijk soelaas...

De 3-jaars herfinancieringsoperaties van de ECB (LTRO's) hebben sinds december 2011 gezorgd voor een netto liquiditeitsinjectie in het bankensysteem van zo'n EUR 500 miljard (zie figuur 1). Dat leidde in de periode december 2011 tot en met februari 2012 tot een stevige rally op de markten. Het achterliggende idee hierbij is dat acute liquiditeitsproblemen bij Europese banken voorlopig niet aan de orde zullen zijn en dat de extra liquiditeit de banken in de periferie zelfs de mogelijkheid zou bieden om met goedkoop ECB-geld obligaties van eigen overheden te kopen. Voor een deel gebeurde dat ook: veilingen van Spaans en Italiaans overheidspapier waren bijna allemaal succesvol in het eerste kwartaal. Maar de ontwikkelingen van de afgelopen drie maanden tonen aan dat de prijs van overheidsobligaties uiteindelijk niet wordt bepaald door dit soort tijdelijke 'steun' van buitenaf, maar door wat beleggers bereid zijn te betalen voor het onderliggende risico.

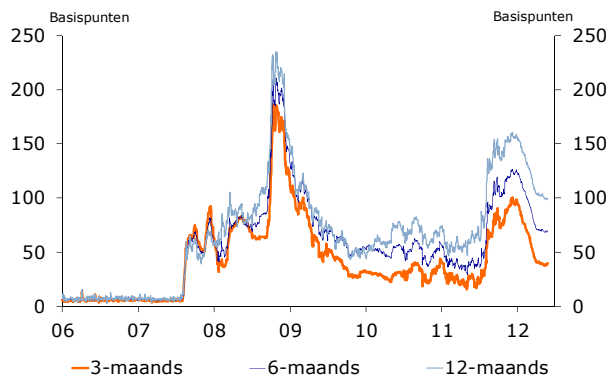
Negatieve feedbackloop

De kern van de Europese schuldenproblematiek is met de LTRO's niet weggenomen; slechts een steeds groter deel van de (inter-) bancaire financieringsstromen is vervangen door geld van centrale banken. De kapitaalpositie van de banken is daarmee niet veranderd. Evenmin als het feit dat de eurozone nog altijd door een heel moeilijke periode moet waarin politieke onzekerheid, bezuinigingen en terugvallende wereldhandel de economische activiteit remmen. In de afgelopen weken zijn de rendementen op Spaans overheidspapier tot boven de 6% gestegen. Die van Italië zitten er dicht tegenaan. Op de lange termijn is dat geen houdbare situatie, omdat het onmogelijk hoge primaire begrotingsoverschotten vereist om de gestegen rentelasten te compenseren. Bovendien werkt de toegenomen exposure van de bancaire sector in de periferie op haar eigen overheid (door de met LTRO-geld gefinancierde obligatie-aankopen) de 'negatieve feedbackloop' tussen deze

Rente en valuta

sectoren alleen maar in de hand. Dalende obligatiekoersen vertalen zich immers in hogere *mark-to-market* verliezen.

Figuur 2: Interbank-OIS risico-opslagen



Bron: Macrobond

Niet helemaal voor niets

Toch zijn de LTRO's niet voor niets geweest. Ten eerste hebben zij een 'credit crunch' weten te voorkomen. Tegen de achtergrond van sterk verslechterde marktomstandigheden dreigde de herfinanciering van een grote hoeveelheid bankobligaties in het eerste kwartaal spaak te lopen. De LTRO's boden perifere banken de mogelijkheid hun funding voor langere tijd veilig te stellen. Daarnaast hebben de LTRO's voor een daling van de geldmarktrentes gezorgd. Dat is vooral te danken aan de enorme hoeveelheid overliquiditeit in het bancaire systeem, die de overnight-tarieven naar recorddieptes heeft laten zakken en heeft bijgedragen aan lagere risicopremies. Het

3-maands Euribor-tarief stond eind mei nog slechts enkele basispunten boven het historische dieptepunt van 0,635%.

Politieke aardverschuiving

Tegelijkertijd heeft zich op het Europese continent een politieke aardverschuiving voltrokken. Sarkozy werd Hollande, het Nederlandse kabinet viel en de Grieken roerden zich in de parlementaire verkiezingen. Deze verschuiving reflecteert een toenemende afkeer bij het publiek tegen (het vooruitzicht op) bezuinigingen, maar is wellicht ook een motie van wantrouwen jegens de tot nu toe gevolgde strategie van crisisbestrijding. Hoe het ook zij, er is in sommige landen een andere wind gaan waaien, die zich vooral uit in meer openlijke kritiek op bezuinigingen die zwakke economieën zoals die van Spanje hard raken. De overwinning van François Hollande op Nicholas Sarkozy heeft de relatie tussen Duitsland en Frankrijk weer op scherp gezet. Maar ook Bondskanselier Angela Merkel zelf staat onder grote druk om water bij de wijn te doen, want haar CDU-partij heeft forse verliezen geleden bij regionale verkiezingen. Tegelijkertijd blijft Spanje het vertrouwen van beleggers tartten met almaar opwaartse bijstellingen van het begrotingstekort over 2011. De kapitaalinjectie van EUR 19 mrd in het noodlijdende Bankia door de centrale overheid versterkt slechts het risico dat de wederzijdse verstrengeling een verkeerde afloop dichterbij brengt.

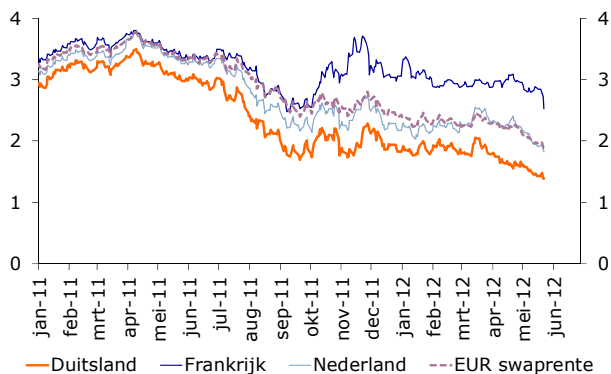
Grexit

Het is echter de situatie in Griekenland die de meest aanwijsbare trigger is geweest van de verslechtering van het marktsentiment in de afgelopen weken. De verkiezingsoverwinning van de partijen die zich fel tegen de bezuinigings- en hervormingsmaatregelen van de Troika hebben gekeerd, heeft niet geresulteerd in de

Rente en valuta

vorming van een meerderheidscoalitie en inmiddels zijn er nieuwe verkiezingen uitgeschreven voor 17 juni. Daarin zal het Griekse lidmaatschap van de eurozone de belangrijkste inzet zijn. De markten houden inmiddels stevig rekening met de

Figuur 3: 10-jaars rentes: Frankrijk trekt bij



Bron: Macrobond

mogelijkheid dat Griekenland de eurozone zal verlaten. De impact van een 'Grexit' valt daarbij buitengewoon lastig te becijferen. Positief zal het in ieder geval niet zijn.

Alleen (pad naar) begrotingsunie is structurele oplossing

De ECB en het eurosysteem hebben aanzienlijke blootstellingen op Griekse tegenpartijen. Deze zijn weliswaar voor een deel gedekt door onderpand, maar in het geval dat Griekenland overstapt op een eigen munt is de vraag wat hiervan overblijft. Bilaterale leningen aan Griekenland en door het IMF belopen zo'n EUR 53 mrd (eind 2011), respectievelijk EUR 22 mrd. De teller voor

de Griekse staatsschuld staat, ook na de afschrijvingen, nog altijd op zo'n EUR 325 miljard en daarvan is een steeds groter deel terechtgekomen bij de niet-private sector. Voor Griekenland zelf zouden de gevolgen ook zeer groot zijn. Terugkeer naar een (zwakke) munt betekent het faillissement van de Griekse banken, en daarmee ook een aderlating voor Griekse depositohouders. Niet voor niets zijn er steeds meer berichten in de pers verschenen over de toenemende uitstroom van kapitaal uit Griekenland. Het is dan ook zaak om snel duidelijkheid te krijgen over de Griekse positie. Maar ook als Griekenland in de eurozone blijft, zullen we steeds opnieuw te maken krijgen met onzekerheid en turbulentie rond het land. Uiteindelijk is de schuldpositie van de Griekse overheid op lange termijn namelijk onhoudbaar. Dit onderstreept slechts de noodzaak tot een systeemaanpak van de eurozoneschuldencrisis. Wij blijven dan ook van mening dat een 'roadmap' naar een politieke en begrotingsunie, samen met een vorm van gezamenlijk delen van de schuld de enige weg is naar meer stabiliteit in de eurozone. Om de (Duitse?) politici in de eurozone zo ver te krijgen, is een verdere verslechtering van het klimaat op de financiële markten een noodzakelijk kwaad, zo lijkt het. En als de Europese leiders verzuimen over de brug komen, dan zal de ECB uiteindelijk die brug over moeten.

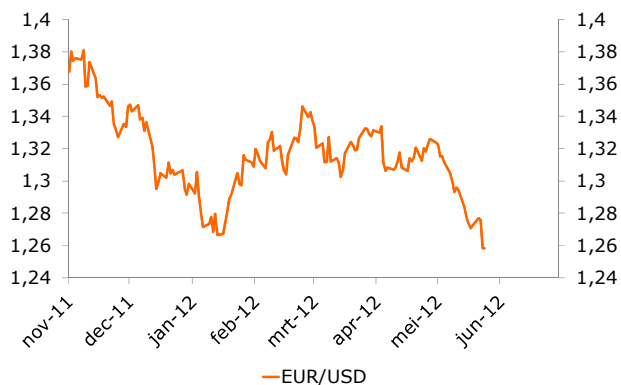
Vooruitzichten

Op korte termijn blijven de vooruitzichten somber. Het vertrouwen en daarmee de economie van de eurozone worden steeds meer aangetast door de beleidsinertie. Het eerste kwartaal mocht dan achteraf meevallen (0% k-o-k groei), het tweede kwartaal zal dat zeker niet doen. De ECB heeft nog 25-50 bp aan potentiële renteverlagingen achter de hand mocht het tot een acuut 'hartfalen' komen. Deze dreiging, in combinatie met de excessieve geldmarktliquiditeit, zal de Euribor-tarieven laag houden. De vlucht in Bunds lijkt ook nog niet voorbij, hoewel opvalt dat het

Rente en valuta

vooral een aantal andere eurozonelidstaten is (met een zekere 'kernstatus') die hun effectieve rendementen flink hebben zien dalen in de afgelopen tijd (figuur 3). Dat duidt er wel op dat het neerwaarts potentieel in de Bundrente niet meer

Figuur 4: Eurodollar in de achtbaan



Bron: Macrobond

zo heel groot is. Een 'Grexit' zal de noodzaak tot handelen door beleidsmakers forceren en daarmee wellicht sneller tot een structurele oplossing leiden. Maar ook zonder een Griekse uittrekking kan een keerpunt volgens ons niet heel ver weg meer zijn. Zodra Duitsland zijn vluchthavenstatus kwijtraakt, zal een ommekeer in de kapitaalmarkt en swaprentes zich in rap tempo kunnen voltrekken. Vandaar de fors hogere swaptarieven die wij voorspellen op een 12-maands horizon.

Vaart eurodollar steeds meer eigen koers?

Eind vorig jaar werden marktparticipanten voor het eerst geconfronteerd met de terbeschikkingstelling van 3-jaars geld door de ECB. De markten interpreteerden dit beleid al gauw als het antwoord van de ECB op het kwantitatieve verruimingsbeleid van de Fed en de Bank of England. Daarbovenop kwam de afwaardering van Frankrijk naar AA+ door ratingbureau Standard & Poor's in januari. Hierdoor duikelde de eurodollar even naar de 1,26 in de eerste weken van het nieuwe jaar.

Traditionele correlaties leken doorbroken, want de aandelenbeurzen gingen juist omhoog door de onconventionele maatregelen van de centrale bank. Beleggers in aandelen zagen dat de geëiste rendementen op Italiaanse en Spaanse obligaties daalden, terwijl de macro-economische cijfers ook nog eens meevielen. Het leek zelfs even alsof de crisis was 'opgelost'. De eurodollar kon op den duur dan ook niets anders dan oplopen bij het gelanceerde eurozone-optimisme. Toch bleef de stijging beperkt en uiteindelijk werd eind februari net iets onder het niveau van 1,35 gehandeld. Daarna volgde een periode van consolidatie, waarin de effecten van het voorzichtige euro-optimisme grotendeels teniet werden gedaan doordat de hoop op een nieuwe ronde van kwantitatieve verruiming in de VS afbrokkelde. Een beter dan verwacht lopende Amerikaans economie was hier debet aan. Maar ook de inflatie bleek hardnekkig.

Sentimentsomslag

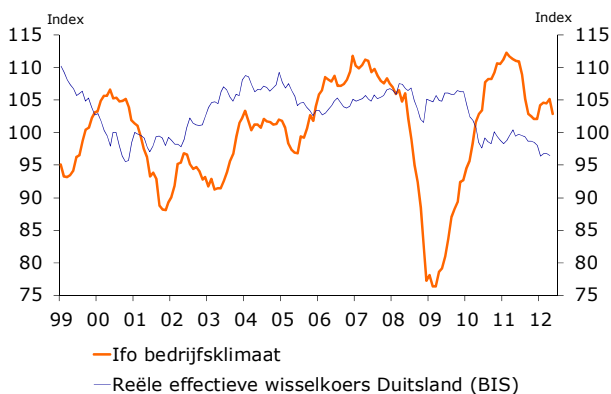
Sinds medio april is het sentiment echter volledig omgeslagen. Al in de loop van maart ontstond er een toenemend besef dat de liquiditeitsinjecties van de ECB slechts tijd hebben gekocht en geen oplossing voor de onderliggende problemen bieden. Veel landen, Spanje in het bijzonder, hebben hun begrotingstekorten niet snel genoeg weten weg te werken en met additionele bezuinigingen in het vooruitzicht is de grote vraag waar de groei nu vandaan moet komen. Een mogelijke

Rente en valuta

exit van de Grieken uit de eurozone maakt de financiële markten alleen maar zenuwachtiger, vooral omdat het besmettingsgevaar eigenlijk niet te becijferen valt. Sinds het eind van het eerste kwartaal is de dollar gestegen tegenover alle

grote munten behalve de Japanse yen. Tegelijkertijd heeft de euro zich alleen nog staande weten te houden tegenover een groepje munten waarvan de meesten zich niet kunnen scharen onder de 'veiligheidsmunten' (zoals de Braziliaanse real, de Mexicaanse peso en de Zuid-Afrikaanse rand). De ontwikkeling heeft steeds meer het karakter van een vlucht uit de euro gekregen, waarbij marktparticipanten tegelijkertijd de meer risicovolle landen zijn gaan mijden in verband met de potentiële uitstralingseffecten van de eurozonecrisis op de wereldeconomie in het algemeen.

Figuur 5: Duitsland 'still having a good crisis'



Bron: Macrobond

Vergeet de Fed niet!

In het licht van de hiervoor geschetste ontwikkelingen moeten we tegelijkertijd vaststellen dat een niveau voor eurodollar van rond de 1,25 (op het moment van schrijven) eigenlijk nog meevalt. Zeker wanneer we dit vergelijken met de 1,18 waarop medio 2010 werd gehandeld, aan het begin van de Europese schuldencrisis. Het is dan ook noodzakelijk om niet alleen naar de fundamenten van de eurozone te kijken, maar ook naar die van de Verenigde Staten. Een nieuwe ronde aan kwantitatieve verruiming -een negatieve factor voor de dollar- blijft namelijk boven de markt hangen. De opleving van de Amerikaanse economie eerder dit jaar was voor een deel veroorzaakt door de milde winter, terwijl de noodzakelijke begrotingsconsolidatie die de Amerikanen nog te wachten staat weinig ruimte laat voor groei in de toekomst. Genoeg reden dus voor de Fed om haar opties open te houden. Ook in breder perspectief kunnen we stellen dat de gevolgen van de Europese schuldencrisis langzamerhand hun weerslag hebben op andere werelddelen. Zo vertoont ook de Chinese economie steeds meer verschijnselen van een flinke groeivertraging.

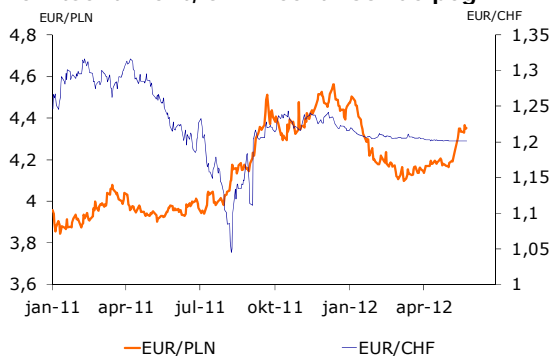
Eurodollarverwachting

Voor de komende maanden dienen we dan ook rekening te houden met een verdere verslechtering van het sentiment. Bij deze visie hoort een lagere maar -misschien verrassend genoeg- niet veel lagere eurodollarkoers. Voor een deel zien wij technische factoren die een verdere scherpe daling van de eurodollar in de weg staan. Zo zijn speculatieve shortposities in future contracten voor EUR/USD in mei naar recordniveaus gedaald, terwijl speculatieve longposities in de (gewogen) dollarindex al geruime tijd aan het dalen zijn. Dat is deels terug te voeren op de mogelijkheid tot een nieuwe ronde aan verruimingsmaatregelen door de Fed.

Rente en valuta

Maar voor de valutamarkten telt ook het gewicht van Duitsland (als kernland) zwaar en de Duitse economie doet het nog altijd relatief goed. Dat zorgt voor een zekere steun voor de euro, hoewel ook de Duitse economie steeds meer last krijgt

Figuur 6: Britse pond profiteert van marktsentiment, SNB vecht voor de peg



Bron: Macrobond

van het zwakke economische klimaat in de eurozone. Voor de langere termijn (9-12 maanden) blijven we relatief positief over de euro-dollar. Zoals al eerder aangestipt, staan de VS nog praktisch aan het begin van bezuinigingsrondes. Daarnaast denken wij dat de toezeggingen van de Amerikaanse centrale bank om de rente tot eind 2014 op het buitengewoon lage tarief van 0 tot 0,25% te houden, op den duur zal zorgen voor het opzetten van nieuwe carry-trades (lenen in dollar en vervolgens uitzetten in munten met hogere rentes). Onze basisveronderstelling blijft ook dat Europese beleidsmakers door de markten tot een structurele oplossing voor de schulden crisis worden gedwongen; dit zal op termijn voor een herstel

van het vertrouwen in de monetaire unie zorgen. Daar hoort uiteindelijk ook een hogere euro bij.

Britse pond als tijdelijke veilige haven

Het Britse pond heeft in de afgelopen weken geprofiteerd van de negatieve stemming ten aanzien van de eurozone. In de loop van mei zakte het EUR/GBP valutapaar voor het eerst sinds november 2008 door de grens van 0,80. Hoewel daarna een lichte opleving volgde, is het valutapaar in de weken erop rond de 0,80 blijven schommelen. Ook in het Verenigd Koninkrijk wijzen recente cijfers op een zwakke economie, maar ze zijn nog altijd een flinke slag beter dan die in de eurozone. Zo daalde de inkoopmanagersindex voor de industrie in april naar 50,5, terwijl het corresponderende cijfer voor de eurozone in april naar 45 zakte, het laagste niveau sinds juni 2009. Op 13 april bevestigde ratingbureau Standard & Poor's de AAA-rating van het VK, terwijl twee eurozonelidstaten, Griekenland en Spanje, hun ratings zagen dalen.

Sinds het besluit van de Beleidsraad van de Bank of England om het aankoopplafond te verhogen met GBP 50 miljard heeft een aantal leden van het beleidscomité laten doorschemeren dat de hardnekkige inflatie een blokkade vormt voor verdere kwantitatieve verruiming, zeker als de dubbele dip achterwege blijft. Maar inmiddels is de inflatie zelf nu echt op de weg terug (3% in april tegenover 3,5% in maart) en blijkt ook de economie in het eerste kwartaal met 0,3% te zijn gekrompen. Wij denken dan ook dat de stijgingsmogelijkheden beperkt zijn, ondanks dat de aanhoudende turbulentie in de eurozone het Britse pond nog altijd een voordeel geeft ten opzichte van de euro. Op termijn zien wij sterling terrein verliezen tegenover de euro (12-maands raming: 0,85).

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