

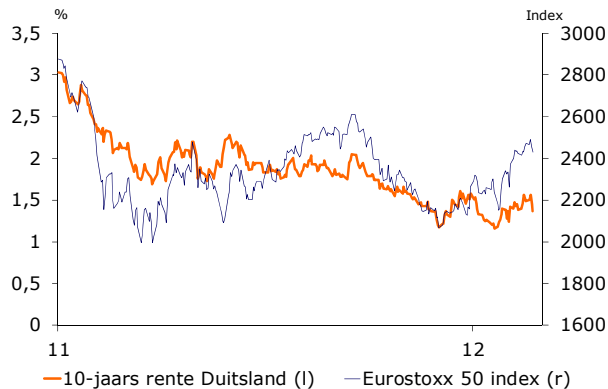
# Rente en valuta

## Woorden met impact

*“De ECB zal er alles aan doen om de euro te bewaren – en geloof me, dat zal genoeg zijn.” Dat deze woorden, op 26 juli in Londen gesproken door ECB-president Mario Draghi, zo’n blijvende impact op de obligatiemarkten zouden hebben,*

*heeft zelfs de optimisten verrast. Het sentiment op de financiële markten is sindsdien immers zichtbaar verbeterd en de rentes op Spaans en Italiaanse obligaties zijn gedaald. Maar nog altijd blijven veel vragen onbeantwoord. Met als hamvraag natuurlijk of de ECB haar woorden uiteindelijk ook in daden zal omzetten. Ook wij zijn iets positiever geworden. Als Draghi zijn woorden waarmaakt, dan ligt het dieptepunt in het sentiment waarschijnlijk achter ons. Maar kijken we naar het politieke speelveld in Europa, dan moeten we constateren dat er nog voldoende mogelijkheden zijn voor nieuwe teleurstellingen. Gecoördineerde actie door alle kernspelers, ieder vanuit hun eigen kracht en mandaat, blijft cruciaal voor een houdbare oplossing.*

**Figuur 1: Voorzichtige verbetering sentiment**



Bron: Macrobond

### Marktsentiment draait heel voorzichtig ten goede

De financiële markten hebben in de afgelopen maanden forse bewegingen laten zien. Sinds eind mei is de Eurostoxx 50 index van grote Europese bedrijven met zo’n 14% gestegen. Het rendement op 5-jaars Spaans staatspapier, dat eind mei op 6% stond, bereikte op 24 juli nog een piek van boven de 7,5%, om vervolgens te zakken tot net boven de 5% eind augustus. Het rendement op 10-jaars Duits staatspapier bewoog zich in de afgelopen vier maanden in een bandbreedte van tussen de 1,15% en 1,60%. Eind augustus stond de graadmeter op 1,35%. Dat is nog altijd laag en is een teken dat de vraag naar dit papier robuust is ondanks de lage rendementen. De slechte liquiditeitsituatie in de markten –versterkt door de vakantieperiode– heeft de impact van nieuwsfeiten uitvergroot.

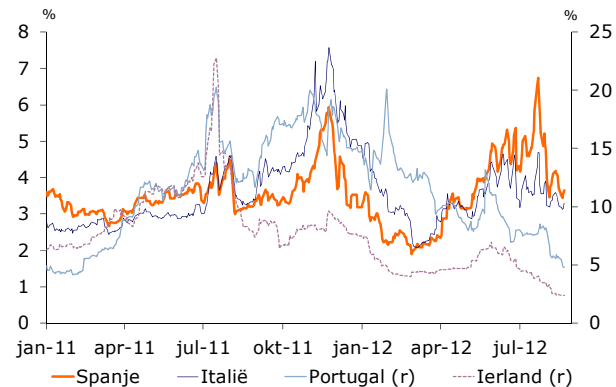
Toch zien we onderliggend een voorzichtige verbetering van het sentiment. Dat komt vooral omdat er sprake lijkt te zijn van een omslag in het denken bij veel Europese beleidsmakers. Keken zij eerder dit jaar nog vooral hoopvol naar de liquiditeitsmaatregelen van de ECB, de scherpe marktbevingen in de markt voor perifere obligaties in het tweede kwartaal hebben aangetoond dat het liquiditeitswapen van de ECB alleen niet volstaat om de schulden crisis te bezweren. In zekere zin verergert het de problemen doordat het de wederzijdse afhankelijkheid tussen perifere banken en hun overheden alleen maar heeft versterkt. Steeds meer erkennen beleidsmakers dat een diepere economische integratie en daarbij behorende begrotingsunie de enige uitweg is, simpelweg omdat een ontrafeling van de monetaire unie een ongekende schokgolf zou ontketenen.

# Rente en valuta

## Niet alleen maar bezuinigen

De eerste aanwijzing voor een verschuiving in het denken tekende zich eerder dit jaar al af. De roep om het bezuinigingstempo verder op te schroeven is

**Figuur 2: Rendement op 2-jaars staatspapier**



Bron: Macrobond

langzaam maar zeker verstomd. Er lijkt nu consensus dat teveel bezuinigen averechts kan werken. De Italiaanse premier Mario Monti en de nieuwe Franse president François Hollande hebben hierin een sleutelrol gespeeld. Bovendien staat de Duitse bondskanselier, Angela Merkel, steeds meer onder druk van zowel de binnenlandse oppositie als haar Europese partners om haar harde beleidskoers te wijzigen. Daar moet bij worden gezegd dat organisaties zoals het IMF en ook bijvoorbeeld de Verenigde Staten, steeds kritischer zijn geworden op de tot nu toe gevolgde strategie door de eurolanden. De vertraging van de groei van de wereldeconomie is immers deels

het gevolg van de Europese crisis. Bovenop de directe pijn van de bezuinigen is het vertrouwensverlies gekomen als gevolg van de halfslachtige aanpak van de eurocrisis tot nu toe.

## Eurotop van juni al concreter

De tweede en al meer concrete aanwijzing voor een verandering in het denken was de uitkomst van de minitop van eurozonelidstaten die plaatsvond op 28-29 juni. Daarin kwamen zij onder andere overeen om het voor de noodfondsen (EFSF en ESM) mogelijk te maken op markten te kunnen ingrijpen met steun-aankopen. Helemaal nieuw was dat idee nadrukkelijk niet, maar er leek gezien de uitspraken van de diverse officials wel een verbeterde grondhouding ten aanzien van het gezamenlijk dragen van schulden. Ook werd het steunpakket (ter waarde van maximaal € 100 mld) voor de Spaanse banken goedgekeurd, zonder dat Spanje onder scherpe curatele komt zoals buurland Portugal. Daarnaast werd de toezegging gedaan dat de kredietrisico's van dit steunpakket uiteindelijk bij het ESM noodfonds komen te liggen, zodra er sprake is van een bankenunie in de eurozone. Jammer is wel dat na deze top het gebakkelei over de interpretatie van de gemaakte afspraken weer de boventoon voerde waardoor de markten zo beweeglijk blijven.

## Draghi gooit knuppel in hoenderhok

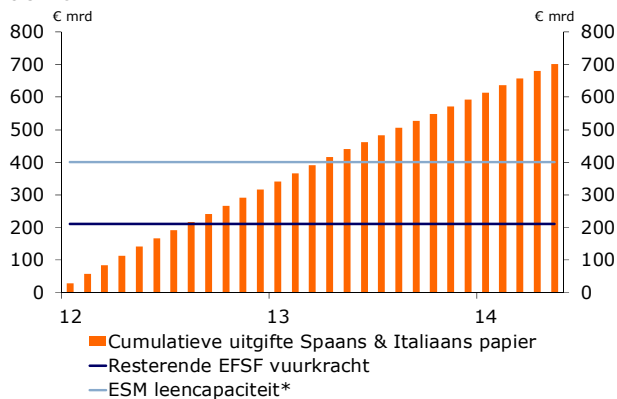
De derde aanwijzing kwam vanuit de ECB. Op 26 juli zei president Mario Draghi in een speech dat de ECB er alles aan zal doen om de euro in stand te houden en dat hij zeker wist dat dat genoeg zou zijn. Hij verwees naar de (te hoge) rentes die sommige eurozonelidstaten moeten betalen en dat was een duidelijke hint dat de ECB het opkoopprogramma voor obligaties nieuw leven wil inblazen.

# Rente en valuta

## Geen concreet plan

Zoals te verwachten was, reageerden de markten verrukt op de suggestieve woorden en de rendementen op Spaans en Italiaans papier daalden fors. Toen

**Figuur 3: Spanje en Italië: daar ligt een rol voor de ECB**



Bron: Rabobank

\*) veronderstelt dat 100 mld aan kosten voor Spaanse banken en Cyprus uit ESM komt

een week later tijdens de maandelijkse persconferentie van de ECB daden uitbleven, reageerden de markten in eerste instantie teleurgesteld. De Beleidsraad kwam met de mededeling dat zij bereid is om kortlopend overheidspapier te kopen van perifere landen, mits zij zich eerst bij het EFSF/ESM hebben gemeld voor financiële ondersteuning. Ook gaf Draghi aan dat de ECB eerst zelf nog goed wil nadenken over de precieze vorm van haar aanbod en welke voorwaarden zij hieraan zal verbinden. Op veel vragen zal de ECB in de komende tijd dus nog antwoord moeten geven.

## Gebaar ECB is potentieel groot

Toch overheerste in de weken na de persconferentie het idee dat de ECB wel degelijk een

draai in haar denken heeft gemaakt – potentieel zelfs een zeer scherpe. Want dat het opkoopprogramma al een tijdje in de ijskast stond, was niet zonder reden. De effectiviteit van het programma is teleurstellend geweest vanwege drie factoren. De eerste is dat de ECB nooit de bereidheid heeft getoond om een oneindige hoeveelheid papier op te willen kopen. De tweede was dat het politieke hefboomeffect onvoldoende werkte omdat er 'conditionaliteit' ontbrak. De derde reden is van meer recente aard. Doordat de ECB niet heeft meegedaan in de Griekse schuldstructurering, heeft zij zich *de facto* een 'senioriteitsstatus' aangemeten. Dit heeft het vertrouwen bij private beleggers in het Griekse papier alleen maar verder aangetast omdat hierdoor de potentiële verliezen voor de niet-officiële houders bij een herstructurering juist toenemen.

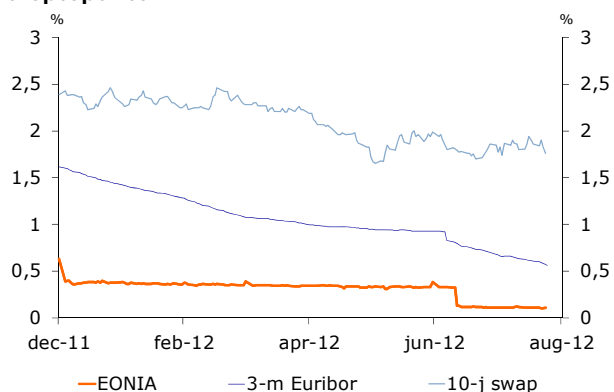
In onze ogen moeten al deze bezwaren worden weggenomen voor een nieuw succesvol opkoopprogramma. De noodfondsen hebben een te beperkte vuurkracht om de rentes op perifere papier met behulp van aankopen in de primaire markt te stabiliseren (zie figuur 3). Cruciaal is dus dat er sprake moet zijn van een (liefst expliciet) commitment van de ECB om de rendementen op het staatspapier te limiteren of binnen een bepaalde bandbreedte te houden. En dat vereist potentieel ongelimiteerde aankopen. Dat is waarschijnlijk ook waar de Spaanse premier Rajoy naar op zoek is, voordat hij naar de eurozonepartners stapt voor financiële ondersteuning. Rajoy moet immers aan het Spaanse volk kunnen uitleggen dat hij zo'n knieval doet omdat het gegarandeerd tot lagere rentekosten zal leiden. De Spaanse premier verwacht mogelijk ook van de eurozonepartners dat zij geen noemenswaardige extra bezuinigings- en hervormingsmaatregelen zullen eisen.

# Rente en valuta

## Komende maanden kunnen bepalend gaan worden

De komende maanden, in het bijzonder september en oktober, kunnen wel eens bepalend gaan worden voor het vervolg van de schuldencrisis. De financiële

**Figuur 4: Geldmarkttarieven naar nieuwe dieptepunten**



Bron: Macrobond

markten verwachten op zijn minst dat de ECB met concrete voorstellen komt om de obligatierentes van de perifere lidstaten te stabiliseren. Daarnaast is een flankerend pakket aan rente- en liquiditeitsmaatregelen zeker niet uitgesloten, alhoewel wij verwachten dat de ECB hier minder haast mee zal hebben.

Duidelijk is wel dat de economie voorlopig flinke tegenwind heeft. Daar staat tegenover dat de hogere prijzen voor agrarische grondstoffen op de wereldmarkten in de komende tijd voor opwaartse effecten op de inflatie kunnen gaan zorgen. Voorsnog denken wij dat de ECB hier flexibel mee om zal gaan, maar het zou een belemmering kunnen vormen voor een eventuele verdere renteverlaging. Zeker voor de

bereidheid bij de ECB om de rente op haar depositofaciliteit negatief te maken. Wij gaan er wel vanuit dat de Beleidsraad de herfinancieringsrente in september of oktober met 25bp zal verlagen. Er zijn echter nog vele factoren die de komende maanden roet in het eten kunnen gooien. Zo komt het Duitse Constitutionele Hof op 12 september met een advies over het ESM Verdrag, dat mede bepaalt of Duitsland dit verdrag in zijn huidige vorm zal goedkeuren. Als de invoering verdere vertraging oploopt, kan dat ook de ECB in de wielen rijden. Daarnaast blijft de situatie in Griekenland zeer onzeker. De verwachting is dat de Trojka pas begin oktober met een definitief rapport komt over de financiële toestand. Als blijkt dat er toch weer (veel) meer geld in moet worden gepompt, zal het 'Grexit'-scenario ongetwijfeld weer in de mond worden genomen.

## Swaprentes nog altijd dicht bij historische dieptepunten

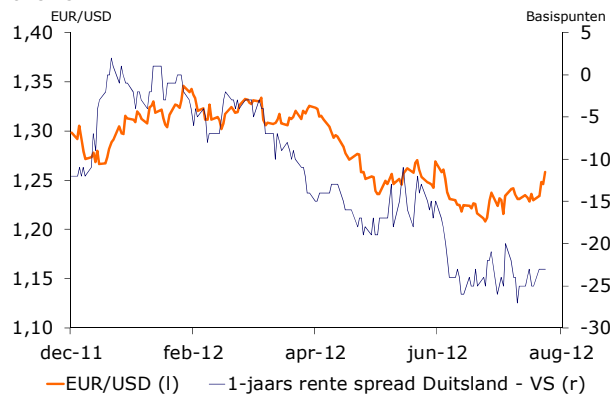
De Euribor-tarieven en korte swaprentes zijn in de afgelopen maanden verder gedaald, geholpen door de renteverlaging door de ECB in juni. De lange rentes hebben zich in de afgelopen maanden geconsolideerd op lage niveaus. De 10-jaars swaprente, bijvoorbeeld, staat nu zo'n 10 basispunten boven haar historische dieptepunt van 1,65%. Dat geeft aan dat de markt er nog niet erg van overtuigd is dat een 'structurele oplossing' van de crisis echt binnen handbereik is. Maar als de ECB daadwerkelijk bereid is verder te gaan dan zij ooit heeft gedaan en premier Rajoy overstag gaat, dan zouden we weleens zeer snel moeten constateren dat de swaprentes in de zomer van 2012 toch wel heel erg laag waren. Timing blijft ongelooflijk lastig, maar wij houden vast aan onze mening dat de lange swaptarieven op een termijn van zes tot twaalf maanden aanzienlijk hoger zullen liggen.

# Rente en valuta

## Beleid van ECB en Fed zouden elkaar kunnen gaan versterken

September belooft ook een zeer interessante maand te gaan worden voor de euro. Dreigde het EUR/USD valutapaar in de tweede helft van juli nog door de

**Figuur 5: EUR/USD heeft niet door 1,20 weten te breken**



Bron: Macrobond

grens van 1,20 te zakken, inmiddels heeft het de wind in de zeilen gekregen door de hoop dat –met hulp van de ECB– een houdbare oplossing voor de schuldencrisis binnen handbereik is. Eind augustus kwamen daar ook nog eens de notulen bij van de laatste beleidsvergadering van de Fed. Hierin zagen de markten duidelijke aanwijzingen dat de Fed haar vinger dichterbij de vuurknop heeft dan eerder aangenomen. Hoewel de economische cijfers in de VS in de afgelopen weken per saldo positief hebben verrast, overheerst het idee dat de Amerikaanse economie hoe dan ook voor het eind van het jaar een extra duwtje nodig zal hebben vanuit de monetaire hoek. Beleidsinertie in het Amerikaanse Congres zal namelijk

leiden tot een forse economische krimp in de eerste helft van 2013, zo is de algemene verwachting. Deze zal het gevolg zijn van de zogenaamde 'fiscal cliff', die wordt veroorzaakt door het ingaan van automatische bezuinigingen. Of de Fed al in september met concrete maatregelen komt, zal deels afhangen van de cijfers. Maar evengoed lijkt het signaal van bereidheid hiertoe steeds sterker te worden. Dit is een negatieve factor voor de dollar.

## Dipje in euro nog altijd mogelijk

Dezelfde redenering geldt niet voor de euro. Ook de ECB lijkt immers voornemens om met beleidsverruimende maatregelen te komen, wat normaal gesproken tot een zwakkere munt zou moeten leiden. Maar het ligt voor de hand dat de nadruk bij de ECB vooral op het aankoopprogramma voor perifere staatspapier komt te liggen. Het resultaat hiervan zijn waarschijnlijk lagere niveaus voor de rente op Spaans en Italiaans papier, maar hogere voor die van de kernlanden en voor de swaprentes. Bovendien zal een houdbare oplossing van de schuldencrisis een aanjager zijn van het algemene marktsentiment, wat de dollar verder zou kunnen benadelen. Kortom, concrete actie van de ECB zal eerder leiden tot een versterking van de euro tegenover de dollar. Onze verwachting blijft dan ook dat de euro op een termijn van 6 tot 12 maanden een duidelijk opwaartse beweging zal maken. Op korte termijn houden wij nog altijd rekening met een dipje, maar het niveau van 1,20 lijkt een robuuste ondergrens te zijn geworden.

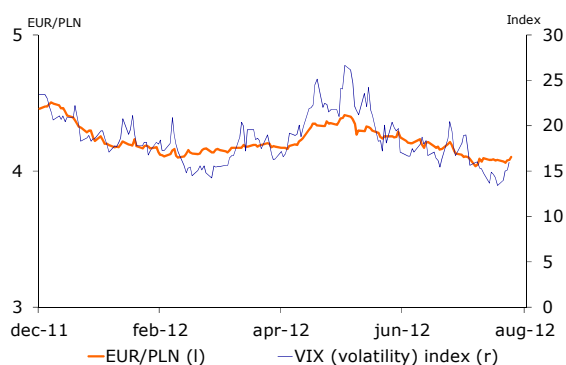
## Britse pond heeft eindelijk last van economische tegenwind

Het Britse pond heeft de stijgende lijn tegenover de euro tot ongeveer eind juli weten voort te zetten en het EUR/GBP valutapaar kwam zelfs even onder de

# Rente en valuta

0,78. De appreciatie werd lange tijd veroorzaakt door de toenemende problemen in de eurozone en later (mei-juli) door de renteverlagingen van de ECB. In afgelopen weken lijkt de rek er een beetje uit te zijn en zagen we het pond corrigeren en het valutapaar boven de 0,79 uitkomen.

**Figuur 6: Marktsentiment bepaalt EUR/PLN**



Bron: Macrobond

De verzwakking komt vooral door tegenvallende macro-economische cijfers. Zo kwam de krimp in het tweede kwartaal (k-o-k) uit op 0,7% (later bijgesteld naar 0,5%), waar op een krimp van 0,2% was gerekend. Kredietbeoordelaar Moody's stelde de prognose voor de economische groei in het VK vervolgens omhoog bij. Meer slecht nieuws kwam van de inkoopmanagersindex voor de industrie die op de grootste krimp in drie jaar tijd wees. Wij verwachten dat het Britse pond de komende maanden rond het huidige niveau blijft schommelen. Aan de ene kant zal het pond kunnen profiteren van de nog altijd onzekere toestand in de eurozone, maar aan de andere kant zijn

de macrocijfers op dit moment zwak. Dat kan de Bank of England er alsnog toe aanzetten om de rente te verlagen – iets waarop in de notulen van de beleidsvergadering van juli werd gezinspeeld. In augustus suggereerde BoE-gouverneur Mervyn King echter dat het aankoopprogramma van staatsobligaties wat hem betreft de voorkeur blijft houden. Op de langere termijn denken wij dat het pond verder zal verzwakken wanneer de situatie in de eurozone stabiliseert of zelfs verbetert. Onze doelwaarde voor EUR/GBP over twaalf maanden staat op 0,82.

## Poolse zloty gedijt goed in positief marktsentiment

Terwijl het Britse pond zich voornamelijk meer als een 'vluchthavenmunt' heeft gedragen, is het koersverloop van de Poolse zloty juist een procyclische maatgever voor het sentiment op de financiële markten. De zomermaanden waren goed voor de aandelenbeurzen. Dat was een reden waarom de Poolse munteenheid gedurende deze periode een stuk sterker is geworden tegenover de euro, waarbij de relatief hoge rente in Polen ook nog eens in het voordeel van de munt werkte. Tegelijkertijd werd deze beweging versterkt doordat de euro een nieuwe fundingvaluta lijkt te zijn geworden voor 'carry trades', nu de ECB haar depositotarief tot het nulpunt heeft laten zakken. Hiermee verdwijnen de relatief sterke Poolse economische prestaties wat naar de achtergrond. Jaar-op-jaar groeide de Poolse economie in het eerste kwartaal met 3,5%. Ondertussen blijft de inflatie met 4,0% hoog en boven de bandbreedte van de centrale bank, die op 1,5% tot 3,5% ligt. In mei werd de beleidsrente verhoogd van 4,5% naar 4,75% om deze inflatie tegen te gaan. Hierdoor zal de beweeglijkheid van het EUR/PLN valutapaar in de toekomst waarschijnlijk toenemen, omdat het hogere renteverskil met de eurozone een basis voor speculatie vormt.

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