

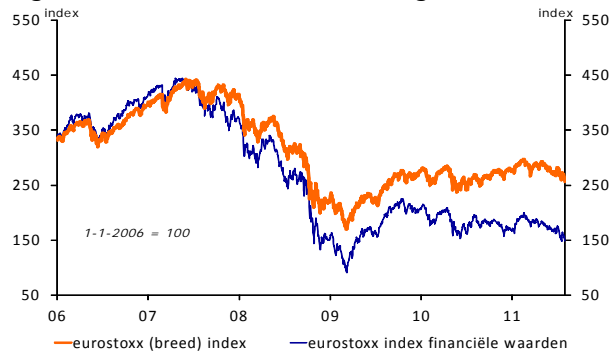
# Rente en valuta

## Eerst slechter, dan beter?

*Het positieve marktsentiment na het akkoord van eurozoneleiders op 21 juli duurde welgeteld 24 uur. Daarna had de markt vooral oog voor de zwakke punten in het plan. Beleggers twijfelden aan de belofte dat een verlichting van*

*de schuldenlast tot Griekenland beperkt zal blijven. Belangrijker was dat de (broodnodige) nieuwe flexibiliteit van het EFSF noodfonds nog wel even op zich laat wachten. Alles wijst er op dat de situatie eerst nog verder moet verslechteren, voordat de eurozoneleiders echt in beweging komen. Het gekonkel in de VS over een nieuw schuldenplafond en begrotingsakkoord heeft het vertrouwen wereldwijd verder ondermijnd. Ratingbureau S&P's was daar 'slechts' om dit feit in de boeken vast te leggen. Gordels vast en kiezen op elkaar, zo lijkt het devies voor de komende maanden.*

**Figuur 1: Aandelenkoersen fors lager**



Bron: Reuters EcoWin

### Aandelenmarkt corrigeert scherp

De aandelenmarkt is bij uitstek de markt waar alles bij elkaar komt: gebrek aan vertrouwen in beleidsmakers en de angst voor een nieuwe wereldwijde recessie. Vooralsnog is er geen sprake van een daadwerkelijke krimp. Maar de markten hebben heftig gereageerd op het snelle afbrokkelen van een aantal indicatoren, die op zijn minst wijzen op een verhoogd risico van een recessie. De Amsterdamse aandelenbeurs, de AEX index, daalde met maar liefst 20% ten opzichte van eind juni. De daling van de markt kwam precies één dag na het bereikte akkoord tussen de eurozonelanden in een stroomversnelling.

### It's the system, stupid!

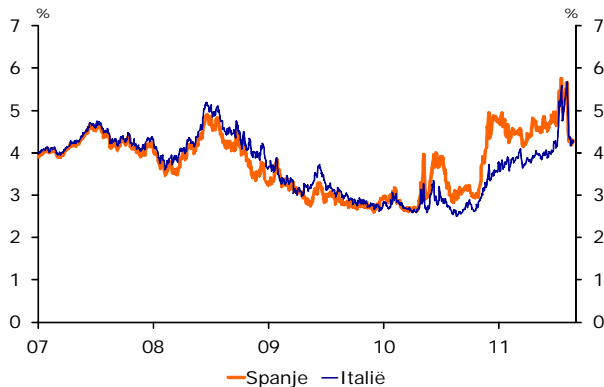
Waar ging het mis? Dat de eurozonelanden er op 21 juli in slaagden een aantal belangrijke knopen door te hakken, vond in eerste instantie een positieve weerklank in de markten, maar wat de eurozoneleiders vergaten was dat we de tijd inmiddels ver achter ons hebben liggen dat de markt tevreden is met beloftes. En er zaten nog wel wat zwakke puntjes in het plan. Er waren maar weinig beleggers die geloofden dat een schuldverlichting, mede door participatie van de private sector, tot Griekenland beperkt zal blijven. De ratingbureaus versterkten dit gevoel door te wijzen op de 'precedentwerking' van het besluit. Obligaties van de andere perifere lidstaten kwamen verder onder druk en de crisis verplaatste zich verder in de richting van de kern. Dit had ook zijn weerslag op de financiële sector, omdat overheden uiteindelijk als de 'ultieme achtervang' voor de sector worden gezien. Het onderstreept allemaal het systeemkarakter van de problematiek en dat nationale zwaktes of sterktes binnen de eurozone van ondergeschikt belang zijn geworden. Spanje of Italië mogen dan 'fundamenteel gezond' zijn, bij rentes in de dubbele cijfers moet bijna ieder gezond land afhaken.

# Rente en valuta

## Papieren tijger?

De uitbreiding van het mandaat van het EFSF noodfonds had hier tegenwicht kunnen bieden. De afgesproken flexibelere rol voor het noodfonds, moet het

**Figuur 2: Rendement op Spaans en Italiaans overheidspapier (5-jaars)**



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

mogelijk maken in te grijpen voordat acute financieringsproblemen zich voordoen, zoals we die hebben gezien in Griekenland, Ierland en Portugal. Maar op zijn vroegst zijn de EFSF plannen pas begin oktober door alle landen goedgekeurd. En dan zien we nog af van een aantal extra complicaties: de EFSF beschikt niet over een 'zak geld' om onmiddellijk in te grijpen, het gegarandeerde leningbedrag van € 440 mrd wordt door veel analisten (inclusief wijzelf) als onvoldoende beschouwd en, als klap op de vuurpijl, gaf de Duitse minister van Financiën een dag na het akkoord al te kennen dat ingrijpen van het fonds alleen onder zeer strenge condities zou mogen plaatsvinden. Het nieuwe EFSF is dus vooralsnog een papieren tijger.

## ECB aankopen slechts als tussenstation

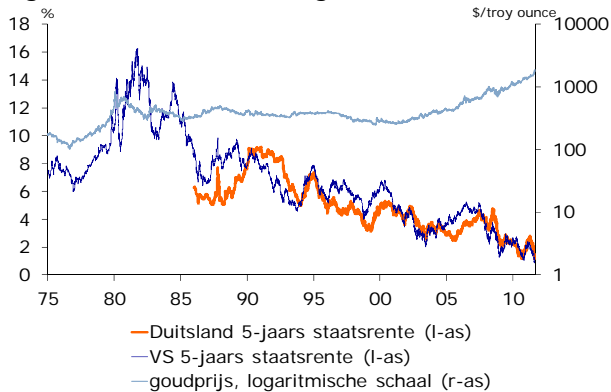
De verlaging van de rating voor Amerikaans overheidspapier door kredietbeoordelaar Standard & Poor's op 5 augustus was de druppel die de emmer bij de ECB deed overlopen. Althans, dat is onze interpretatie van de loop der dingen. De rendementen op Spaans en Italiaans papier waren vlak voor het besluit van S&P's al dicht in de buurt van de gevarenszone gekomen en het was waarschijnlijk de inschatting van de ECB Beleidsraad dat bij opening van de markten het Italiaanse en Spaanse papier een scherpe val zouden gaan maken – in een bredere 'sell-off' van alles wat als risicovol wordt gezien. De ECB besloot –onder de voorwaarde dat Spanje en Italië extra bezuinigings- en hervormingsmaatregelen treffen– tot interventies in het papier en wist hierdoor de rendementen op Spaanse en Italiaanse obligaties in enkele dagen tijd terug te brengen met zo'n 100-120 basispunten. Hiertoe moest de ECB een slordige € 22 mrd aan papier aankopen.

Inmiddels heeft de ECB al voor € 45 mrd aangekocht. Daarmee rijst de vraag hoe lang de ECB dit beleid kan en wil volhouden. Kunnen is op korte termijn niet zo'n issue, willen wel. Het is natuurlijk verleidelijk voor de eurozonelanden om de ECB de kastanjes uit het vuur te laten halen (want feitelijk zijn deze ECB aankopen ook weer een vorm van risico-overdracht tussen landen). Onze inschatting is dat de ECB slechts bereid is om als tussenstation te fungeren totdat het nieuwe en flexibelere EFSF noodfonds operationeel is. Dat gaat op zijn minst

# Rente en valuta

nog enkele maanden duren en de ECB zal de druk op de eurozonelanden hoog houden om zo snel mogelijk het estafettestokje van haar over te nemen.

**Figuur 3: Vlucht naar veilige havens**



Bron: Reuters EcoWin

## Markt naar nieuwe extremen

De combinatie van recessie-angst, de verlaging van de rating van de VS en de Europese schuldencrisis heeft tot een nieuwe en massale vlucht van beleggers in 'veilige havens' geleid. Het rendement op 5-jaars Duits papier daalde in augustus naar 1,17%, het laagste niveau sinds 1870. Opvallend is overigens dat de premies om je als belegger te beschermen tegen een Duits faillissement ook zijn gestegen. In de zogenaamde CDS markt liep de premie voor een 5-jaars contract voor Duitsland op naar ruim 85bp. Dat is het hoogste niveau sinds maart 2009. Dit duidt er op dat de markt enerzijds rekening houdt met een

recessie en lagere korte rentetarieven (een afgeleide van de verwachting dat de ECB haar beleidstarief zal verlagen), maar anderzijds inziet dat de kosten van het redden van de eurozone voor een groot deel op Duitse schouders zullen rusten. Beleggers die 5-jaars Duitsland kopen op 1,2% en vervolgens een inflatie-afdekking afsluiten op 1,7% (zogenaamde break-even inflatie gebaseerd op inflatieswaps) leggen zich vast op een negatief reëel rendement van 0,5%! Kopen zij ook nog een CDS dan betalen zij dus jaarlijks 1,35% voor het 'risicovrij' aanhouden van het papier. Negatieve *nominale* rentes zien we inmiddels al in Zwitserland, nóg een teken dat het beleggers op dit moment alleen nog maar gaat om behoud van vermogen. Goudprijzen vertellen hetzelfde verhaal.

## Eerst slechter, dan beter

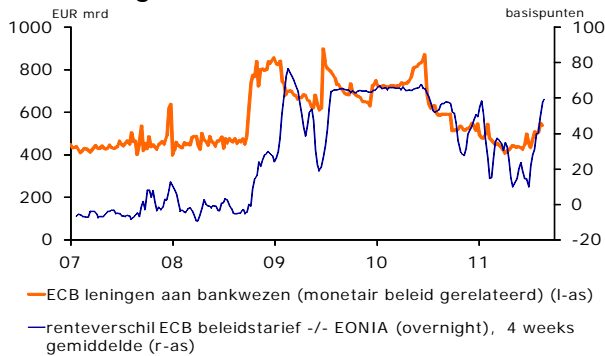
De oplossing voor het systeemprobleem ligt bij de beleidsmakers in de eurozone. Voor wat betreft onze ramingen voor de financiële markten proberen wij vooral in te schatten wat er *gaat* gebeuren en niet zozeer wat er *moet* gebeuren. Ons basisscenario is dat de schuldencrisis in de eurozone eerst nog zal verhevigen, en wel zodanig dat zij een systeemoplossing afdwingt. De toenemende druk op Italië was feitelijk ook de aanleiding voor de besluiten van 21 juli, en naarmate de crisis zich steeds meer naar de kern van de eurozone verspreidt (lees: Frankrijk), komt de noodzaak tot een systeemoplossing snel dichterbij. Een besluit tot uitgifte van euro-obligaties valt zeker onder deze categorie oplossingen, maar ook andere geloofwaardige tussenoplossingen –mits voorzien van een duidelijk tijdpad– zouden kunnen voldoen. Uiteindelijk willen marktparticipanten vooral een geloofwaardig 'routeplan' voor de komende jaren. In zekere zin vormen de ECB aankopen en het EFSF noodfonds al een voorkamer van een 'fiscale unie', maar wat mist is het volledige instrumentarium dat nodig is om op

# Rente en valuta

lange termijn een stabiele politieke situatie te waarborgen. Het is immers begrijpelijk dat de sterke landen niet willen instaan voor de zwakke landen zonder dat daar duidelijke garanties tegenover staan ten aanzien van de aanpak van

fundamentele problemen. Hoe het ook zij, de risico-opslagen zullen in het onderhavige scenario waarschijnlijk verder oplopen en de vlucht in Duitse Bunds zal nog verder toenemen, met als gevolg lagere rendementen.

**Figuur 4: Hoeveelheid over-liquiditeit neemt weer toe: overnight rente zakt verder onder beleidstarief**



Bron: Reuters EcoWin

## Lange rente: onzekerheid troef

Dit geldt ook voor de lange swaprente, zij het in mindere mate. De risicopremie tussen de swaprente en Duits staatspapier neemt op korte termijn toe als gevolg van de vlucht naar veilige havens en gepercipieerde interbancaire risico's. Op de middellange termijn zien wij de rente weer stijgen. De timing hiervan is echter zeer onzeker en hangt vooral af van de oplossing van de schulden crisis.

De situatie in de eurozone is echter al dermate ernstig dat wij denken dat het niet lang meer kan en zal duren voordat de eurozoneleiders voor de tweesprong komen: of zij laten de eurozone uiteenvallen, of zij kiezen voor het pad van verdergaande integratie. Als de rentes omhoog gaan, kan het hard gaan. Vooral omdat de huidige niveaus nu een overdreven negatief economisch scenario weerspiegelen.

## ECB houdt het bij onconventioneel wapenarsenaal

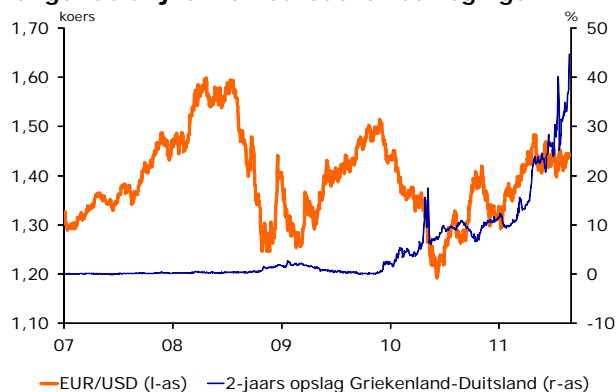
De verhoging van het ECB beleidstarief in april kreeg in juli navolging met een 25bp verhoging naar 1,5%. De ECB had in de eerste vijf maanden van het jaar de 'fundamentals' op haar hand: de economische situatie in de eurozone verbeterde gaandeweg en de inflatie liep gestaag op, met als (voorlopige) piek 2,8% in april. De ECB wil met deze renteverhogingen het risico dat de inflatie zich doorvertaalt naar hogere inflatieverwachtingen en loonstijgingen verkleinen. De ECB renteverhogingen trokken de Euribor tarieven mee omhoog. Het 3-maands Euribor tarief steeg in de eerste helft van 2011 met 54bp (0,54%). De verheviging van de eurozoneschulden crisis en toenemende spanningen op de geldmarkt hebben de ECB in het derde kwartaal echter opnieuw gedwongen om haar ruime liquiditeitsbeleid te verlengen. De slechte situatie op de financiële markten heeft banken ertoe aangezet om extra liquiditeit in te slaan en het besluit van de ECB om een extra 6-maands liquiditeitstender te doen, heeft deze situatie verder bestendigd. De ECB ziet haar onconventionele wapenarsenaal als het meest geëigend om de impact van de schulden crisis te lijf te gaan. Het gevolg hiervan is dat overnight (EONIA) tarieven tot ongeveer 0,9% zijn teruggezakt. In combinatie met de verwachting in de markt dat een nieuwe recessie de ECB uiteindelijk ook tot renteverlagingen zal dwingen, zal dit in komende maanden ook lei-

# Rente en valuta

den tot een (beperkte) daling van de Euribor tarieven. Toch denken wij dat de ECB niet gauw zal overgaan tot een verlaging van het officiële beleidstarief. Wél gaan we nu uit van een lange pauze, tot tenminste eind volgend jaar. En dit in

de veronderstelling dat een echte recessie uitblijft, ergens tussen nu en medio 2012 de economische groei weer aantrekt, en de eurozonelanden tot een structurele oplossing worden gedwongen.

**Figuur 5: Alleen Eurozone problematiek niet langer de drijver van eurodollar bewegingen**



Bron: Reuters EcoWin

## Renteverschil niet langer leidend

De euro profiteerde in de eerste maanden van dit jaar nog vooral van een oplopend renteverschil tussen de eurozone en de VS. Uitspraken van voorzitter Bernanke bevestigden dat de Fed haar tarief voorlopig niet zou verhogen (inmiddels heeft de Fed ook toegezegd dat tot medio 2013 de rente onveranderd zal worden gehouden), terwijl de ECB haar tarief in juli voor de tweede maal verhoogde. In

afgelopen maanden is de verwachting dat de ECB de rente verder zal verhogen als gevolg van de marktturbulentie geheel verdwenen. De markt houdt nu zelfs rekening met renteverlagingen. De 1,50 voor euro-dollar stond bijna op de borden, maar het kan wel even duren voordat we deze niveaus weer gaan zien, zo denken wij.

## Wedstrijdje 'wie is het lelijkst?'

De situatie op de valutamarkten is nog complexer geworden dan zij al was. De bewegingen in de markten worden niet langer eenzijdig gestuurd door de schuldenproblematiek van de eurozone (lagere euro), de risicoperceptie (hogere dollar) of de rente van de ECB (hogere euro). In het bijzonder kunnen we stellen dat de rol van de Verenigde Staten als vluchthaven zich nog wel heeft gemanifesteerd in de vorm van lagere rendementen op het staatspapier. Maar tegelijkertijd is zij inmiddels meer dan eens door de ratingbureaus op de vingers getikt, en heeft dat uiteindelijk zelfs geleid tot een afwaardering door S&P's. De langetermijnrating werd verlaagd van AAA naar AA+. Dit heeft de onzekerheid over de toekomst van de VS verder doen toenemen en op dit moment lijkt het dan ook meer op een wedstrijdje 'wie is het lelijkst?'. De markt weet het ook niet precies, wat ervoor zorgt dat euro-dollar al geruime tijd in een relatief nauwe bandbreedte van 1,40-1,50 handelt.

Voor de korte termijn verwachten wij dat de euro toch zal verzwakken, met name omdat wij denken dat de problemen in de eurozone eerst nog moeten verergeren (en dus zwaarder wegen dan die in de VS) voordat beleidsmakers met een systeemoplossing komen. Een correctie tot onder 1,40 is onze kortetermijn-

# Rente en valuta

prognose. Op de wat langere termijn –en in de veronderstelling dat uiteindelijk de som der delen in de eurozone weer de boventoon gaat voeren– verwachten wij dat de markt naar de schuldenproblematiek in de Verenigde Staten zal blij-

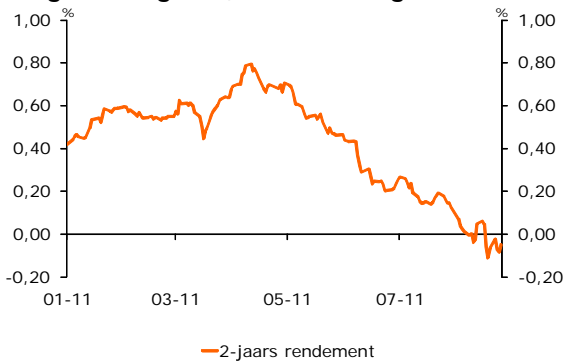
ven kijken, terwijl ondertussen de bezuinigingsmaatregelen in de eurozone hun vruchten afwerpen. Dit zal voor een stijging van het eurodollar valutapaar gaan zorgen naar niveaus van rond de 1,48.

## Beleggers zoeken naar veilige havens

Onder het marktgeweld in de VS en Europa zochten beleggers afgelopen maanden hun heil in andere veilige havens zoals de Japanse yen en de Zwitserse franc. Hier geldt overigens wel dat de vlucht in de yen minder sterk is geweest dan in 2008 (na de val van Lehman), omdat ook Japan zo haar problemen kent. Niettemin vormde de sterke yen voor de autoriteiten een reden om te interveniëren in

de valutamarkten, overigens met beperkt succes. Voor meer informatie verwijzen we naar het Japan hoofdstuk.

**Figuur 6: Geëiste rendementen op Zwitserse obligaties negatief, voor hoe lang?**



Bron: Reuters EcoWin

## SNB grijpt in

De ontwikkelingen in Zwitserland daarentegen gingen in afgelopen weken sneller dan het licht, waarbij marktparticipanten steeds meer de vraag stelden: tot hoever kan de de franc nog doorstijgen? De recente appreciatie van de franc tegenover de euro is vooral veroorzaakt door de aanhoudende problemen in de eurozone, maar ook de afwaardering van de VS heeft onderstreept dat voor diegenen die de hoop op een oplossing voor de schuldenproblematiek echt helemaal hebben opgegeven, Zwitserland één van de weinige resterende veilige havens is. Begin augustus werd zelfs bijna pariteit bereikt van het EUR/CHF valutapaar en besloot de SNB opnieuw in te grijpen. Maar wat kon de centrale bank nog doen? De rente stond al vrijwel op 0% en een niet succesvolle nieuwe interventie zou tot nieuwe grote valutaverliezen kunnen leiden. De kantons zijn aandeelhouders van de SNB en zij krijgen vanwege de reeds geleden verliezen op de portefeuille van buitenlandse reserves al geen winstuitkeringen meer dit jaar. Het antwoord van de SNB was een renteverlaging van 0,25% naar 0%. Bovendien werd er opnieuw geld in het financiële systeem gepompt. Dit had allemaal slechts een tijdelijk effect en de franc steeg verder.

Dat de Zwitserse munt uiteindelijk toch terugviel tegenover de euro was niet zozeer het gevolg van een nieuwe interventie, maar van speculatie dat de centrale bank de franc zou kunnen gaan fixeren tegenover de euro. De geruchten werden steeds sterker en uiteindelijk werd het bericht ook niet langer

# Rente en valuta

---

ontkend door de vice-president van de SNB. De franc leek langzamerhand voer voor speculanten geworden. Half augustus kwam de SNB met een persbericht. Maar geen fixatie van de franc. In plaats hiervan werd bekendgemaakt dat de liquiditeit in het financiële systeem verder zal worden verhoogd naar CHF 200 miljard (ter indicatie, dat is ongeveer 20 keer de reserveverplichting van banken!). Uiteindelijk is het op 6 september dan toch zover gekomen: de SNB maakte bekend EUR/CHF te gaan fixeren op minimaal 1,20. Of de SNB hierin gaat slagen, zal onder andere afhangen van de problemen in de eurozone. Wanneer de druk te groot wordt van de markt, verliest de SNB. Het betreft echter ook een keuze uit kwaden. Niets doen leidt onvermijdelijk tot economische schade voor de Zwitserse economie, want dan blijft de franc te lang te duur. Wel ingrijpen schept de mogelijkheid dat de franc minder sterk kan worden gehouden dan anders het geval zou zijn geweest, wat de economische schade enigszins kan beperken. Het mogelijke prijskaartje komt in de vorm van verdere verliezen op de portefeuille van buitenlandse reserves van de SNB in het geval dat de fixatie EUR/CHF niet haalbaar blijkt.

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

Emile Cardon  
Emile.Cardon@rabobank.com