

Analyse Belfius Research

13 november 2013

Kunnen centrale banken een obligatiecrash voorkomen?

De vertrouwensindicatoren voor de bedrijfsleiders en de consumenten in de eurozone en België klimmen hogerop sinds de lente. De reële economie kruipt uit het dal.

De industriële productie stijgt. De capaciteitsbenutting verbetert. De consumptiebestedingen hernemen. De buitenlandse handel levert een positieve bijdrage. Het bruto binnenlands product heeft een keerpunt bereikt. Het ziet er naar uit dat 2013 positief zal eindigen waardoor er een behoorlijke basis zou kunnen gelegd worden voor de uitbouw van het herstel in 2014.

Wil men voorkomen dat het een louter uitbodemen is, dan moeten een zevental valkuilen worden vermeden:

- de dynamiek van de groei landen moet op peil worden gehouden, wat niet zo evident is indien rentevoeten versneld zouden stijgen;
- de grondstoffenprijzen moeten hun relatieve stabiliteit kunnen handhaven zodat de inflatie laag blijft en zo ook de soepele monetaire politiek kan worden behouden;
- de begrotingsbesparingen vergen volgehouden inspanningen, die nu uitgesmeerd worden over verschillende jaren, maar veel hangt af van de combinatie van uitgavenverminderingen met inkomstenverhogingen;
- de staatsschuld die voor de ganse eurozone op weg is naar 100% van het bbp, kan onmogelijk op middellange termijn gevoelig dalen, maar de opmars moet gestopt worden door meer groei en volgehouden begrotingsdiscipline;
- de centrale banken moeten hun exit omtrent de liquiditeitsverstrekking zorgvuldig plannen wil men een rente opstoot als reactie op de vrees voor een mogelijke krapte voorkomen;
- de voorstellen omtrent het resolutiemechanisme en resolutiefonds binnen de Europese bankenunie moeten versneld worden goedgekeurd om zo de impliciete link tussen overheden en banken te verbreken;
- de werkloosheidsopmars moet een halt worden toegeroepen via een Europees sociaal pact dat verder gaat dan de bestrijding van de jeugdwerkloosheid.

De centrale banken staan voor een moeilijke keuze. Tussen einde mei en einde september is gebleken dat het vooruitzicht van een mogelijke afbouw van de liquiditeitsverstrekking door de Federal Reserve in de Verenigde Staten leidde tot een opstoot van de 10 jaarsrente van 1,8% tot 3,2%. De Europese langetermijnrente werd meegezogen en steeg van 1,4 naar 2,3%.

Spontaan roept dit herinneringen op aan de obligatiecrash van 1994.

Er zijn enkele opvallende gelijkenissen, zoals:

- de Federal Reserve wijzigt haar beleid;
- de verzwakking van de US dollar;
- de behoorlijk hoge spread van de OLO ten opzichte van de Bund een jaar vroeger;
- de spread van de OLO op 10 jaar schommelend rond 80 basispunten.

Maar er zijn ook enkele opvallende verschillen, zoals:

- de veel lagere economische groei, alsook de andere trend (dalend in 1994 en nu stijgend);
- de veel lagere inflatie in 2013;
- de zeer lage kortetermijnrente en de geringe kans dat die snel zou kunnen stijgen;
- de steiler wordende rentecurve in 2013 tegenover een vlakker wordende rentecurve in 1994.

Het feit dat er toch nog geen afbouw van de liquiditeiten werd beslist, vertaalde zich in een gevoelige daling van de langetermijnrente, hoewel de onderliggende opwaartse trend overeind is gebleven.

Voor de ECB vormt de opvallende terugbetaling van de LTRO's op 3 jaar (reeds zo'n 45% van het totaal) door de banken een niet geringe uitdaging. Het is hoopvol dat heel wat banken minder beroep wensen te doen op de ECB-liquiditeiten. Maar diegene die daar wel nog afhankelijk van zijn zouden vertraging kunnen oplopen in hun herstructureringsproces. De nieuwe verlaging van de basisrente door de ECB tot 0,25% biedt betere perspectieven.

Normaal zal de opwaartse beweging van de langetermijnrente zich doorzetten indien de economie verder kan open bloeien. De kortetermijnrente zal zeer laag blijven zeker tot einde 2014 omdat een verhoging van de basisrente van de ECB zeer onwaarschijnlijk is.

Daarnaast valt op dat de euro een opvallende stevigheid ten toon spreidt door even 1,38 USD te bereiken einde oktober tegenover nog 1,20 USD midden 2012.

Als ondersteunende factoren kunnen zeker vermeld worden:

- de verklaring van de ECB om de eurozone kost wat kost te redden;
- de doorbraak qua begrotingsunie (Europees semester, Two en Six Pack);
- de relatieve rust rond de probleemlanden;
- de voorstellen voor de bankenunie;
- de voorstellen voor de harmonisering van het economisch beleid;
- het prille economisch herstel;
- de begrotings- en schuldproblemen in de Verenigde Staten;
- de vlotte herfinanciering van de overheidsschulden gezien de lage rente;
- de toenadering tussen Frankrijk en Duitsland.

Uiteraard zijn er ook nog bedreigingen, zoals:

- de oplopende werkloosheid en het uitblijven van een Europees antwoord hierop;
- de groeiende sociale ongelijkheid ingevolge de interne devaluaties;
- de vrees voor een heropflakking van de schuldencrisis;
- het ontbreken van een echte Europese groeistrategie;
- de kwetsbaarheid van de banksector;
- de bedreigde concurrentiekracht in de wereldhandel.

Al bij al moet de euro in staat zijn zich te handhaven tussen 1,30 en 1,35 USD in de komende kwartalen.

Research

Frank Lierman

frank.lierman@belfius.be

+ 32 2 222 19 75

Perscontactpress@belfius.be

+ 32 2 222 02 50