

Schuldencrisis

Update 3 februari

De updates over de schuldencrisis in de eurozone bieden u telkens een overzicht van de belangrijkste ontwikkelingen in de afgelopen periode. Die bespreken we iedere keer aan de hand van negen aandachtspunten die belangrijk zijn voor het vertrouwen van beleggers. Aan elk aandachtspunt verbinden we een oordeel (negatief, neutraal of positief) wat betreft de impact op de financiële markten.

Ruim een maand na de vorige update lichten we in deze publicatie graag weer onze actuele visie aan u toe op de Europese schuldencrisis. Dat er een maand is verstreken sinds de vorige update wil niet zeggen dat er helemaal niets is gebeurd. Er zijn alleen geen belangrijke EU-toppen geweest en evenmin beslissingen genomen die de situatie drastisch hebben gewijzigd. Aan het begin van het nieuwe jaar hebben Merkel en Sarkozy nog wel een ontmoeting gehad in het teken van het eerder aangekondigde begrotingspact in de Europese Unie (strengere begrotingsafspraken). En eind januari hebben de Europese leiders de voortgang besproken. Op de financiële markten is echter wel het een en ander gebeurd. De liquiditeitsverschaffing eind vorig jaar aan de Europese banken via 3-jaarsleningen van de ECB heeft het sentiment van beleggers sterk verbeterd. De aandelenmarkten zijn flink opgelopen en rentes van perifere eurolanden zijn sterk gedaald. "Is de crisis opgelost?" is dan ook een vraag die we vaak krijgen. Helaas moeten we daar negatief op antwoorden. Zoals u al vaker in onze updates kon lezen, is de weg naar de oplossing lang en zal die pieken en dalen kennen. Na het dal van afgelopen zomer hebben we een lichte verbetering gezien in de afgelopen twee maanden. Het herstel op de financiële markten van de afgelopen weken kan voornamelijk worden verklaard door de liquiditeitsverschaffing door de ECB, het achterwege blijven van tegenstrijdige berichtgeving door Europese politici en goede macro-economische cijfers uit de VS. Door de extra liquiditeitsvoorziening door de ECB is een liquiditeitscrisis voorkomen. Het risico op het 'omvallen' van een financiële instelling is op korte termijn afgenomen. Het solvabiliteitsprobleem van een aantal Europese landen is hiermee echter niet opgelost. Voor een oplossing zijn drastische maatregelen nodig en die kosten tijd om uit te voeren. Volgens de Duitse bondskanselier Angela Merkel zal dit in kleine stappen worden gerealiseerd en moeten we geduld hebben. Het is nog maar de vraag of beleggers deze

mening delen. Voorlopig geven ze haar het voordeel van de twijfel. We zijn van mening dat de beweeglijkheid op de financiële markten nog wel even zal aanhouden. Hoe beoordelen we nu onze vaste aandachtspunten na de afgelopen maand?

Oordeel van het ING Investment Office

Maatregel, actie	impact op de markten
Communicatie	negatief
Bezuinigingen	neutraal
Liquiditeit	positief
Monetair beleid ECB	negatief
Herstructurering	neutraal
Herkapitalisatie banken	positief
Concurrentiekracht eurozone	negatief
Arbeidsproductiviteit eurozone	negatief
Houding opkomende landen	negatief

Communicatie

De communicatie in Europa concentreert zich op dit moment op een aantal zaken. Ten eerste op het uitvoeren van eerdere afspraken over strengere begrotingsafspraken (het 'fiscale pact'), ten tweede het vergroten van het Europese noodfonds voor landen en ten derde het bevorderen van de economische groei. Wat betreft het eerste punt: er is nogal wat ophef ontstaan over het wel of niet meedoen van het Verenigd Koninkrijk (VK) aan het pact. Uiteindelijk hebben alleen het VK en Tsjechië (2 van de 27 lidstaten) besloten om de nieuwe afspraken niet te ondertekenen. Vooral de voorgestelde belasting op financiële transacties schoot de Britten in het verkeerde keelgat. Verder komen er automatische boetes als een land de afspraken niet nakomt. België is het eerste land dat als gevolg van deze nieuwe afspraken extra bezuinigingen heeft moeten doorvoeren om niet beboet te worden. De in eerste instantie voorgestelde afspraken waren overigens niet streng genoeg naar het oordeel van de ECB. Inmiddels lijken die onder druk van Duitsland te worden aangescherpt. Inmiddels lijken de politieke leiders in Europa zich zeer bewust van de noodzaak tot verdergaande begrotingseenheid en zijn zij bereid, een enkele uitzondering daargelaten, nauw te gaan samenwerken. Over de omvang en vooral het vergroten van het Europese noodfonds zijn nog niet alle partijen het eens. Vooral de zwakke eurolanden (onder andere Italië en

Portugal) dringen aan op een vergroting van het noodfonds. Ook van buiten de EU wordt om een groter noodfonds gevraagd. Zelfs het IMF stuurt daarop aan en berichtte de afgelopen weken zelfs tegenstrijdig over het vergroten van het eigen kapitaal met behulp van donaties van landen buiten de eurozone. Amerika heeft al laten weten hier niet voor in te zijn gezien hun eigen schuldenproblematiek en ook de belangstelling van andere landen lijkt minimaal. Duitsland blijft vooralsnog tegen het vergroten van het Europese noodfonds. Een maximale omvang van EUR 500 miljard is volgens bondskanselier Merkel voldoende. In juli, een jaar eerder dan eerder gepland, moet het permanente noodfonds operationeel zijn. Naast dit ESM (European Stability Mechanism) zal dan nog een jaar lang het tijdelijke noodfonds EFSF (European Financial Stability Facility) operationeel zijn. De roep om een groter fonds en de weerstand van vooral Duitsland hiertegen geeft aan dat de politieke leiders nog niet op één lijn zitten. Waar het op neer komt is dat landen met een overschot op hun handelsbalans (die dus meer exporteren dan importeren) zoals Duitsland en Nederland niet bereid zijn om de landen met een tekort van nog meer liquiditeit te voorzien. De onenigheid hieromtrent zou nog wel eens voor extra spanningen in de nabije toekomst kunnen zorgen. Een positieve wending in de communicatie is de steeds grotere aandacht voor de economische groei. We hebben al vaker aangegeven dat economische groei een absolute voorwaarde is om de crisis uiteindelijk te boven te komen. De noodzakelijke veranderingen zullen niet van vandaag op morgen de zo gewenste resultaten opleveren maar het is wel belangrijk dat zo snel mogelijk wordt gestart met die veranderingen. Vooral in Italië (door premier Mario Monti) en in Spanje (onder leiding van premier Mariano Rajoy) zijn al veel voorstellen ingediend. Hoewel er de nodige vooruitgang is geboekt ten aanzien van de communicatie over het oplossen van de schulden crisis, is er nog geen sprake van spreken met één mond. We handhaven daarom ons negatieve oordeel over de communicatie.

Oordeel: negatief

Bezuinigingen

Vorige week heeft het Internationaal Monetair Fonds (IMF) de wereldwijde economischegroei verwachtingen voor zowel 2012 als 2013 neerwaarts bijgesteld. Voor 2012 verwacht het IMF nu een groei van de wereldeconomie van 3,3% (was 4%) en voor 2013 een groei van 3,9% (was 4,5%). De grootste neerwaartse groeibijstelling betreft de eurozone. Het afgenomen vertrouwen en de voorgenomen bezuinigingsmaatregelen zullen een drukkend effect hebben op de economische groei. Daarom zijn we extra benieuwd naar de afspraken om in Europa de groei te bevorderen. We vinden het teleurstellend dat de 'sterke' eurolanden zich voornamelijk richten op verdere bezuinigingen en minder op stimulering van de economische groei. De bezuinigingen op de overheidsbegrotingen van de eurolanden leiden tot

lagere groei van het bruto binnenlands product (bbp) op korte termijn. Dit is onvermijdelijk. Op de wat langere termijn zal het de staatsfinanciën moeten verbeteren. Tijdens de laatste eurotop van december vorig jaar zijn hierover afspraken gemaakt: het begrotingsverdrag ('fiscal compact'). De eurolanden moeten voortaan aan strikte begrotingsvoorwaarden voldoen om geen automatische boete opgelegd te krijgen. Voor Griekenland blijkt het ondertussen steeds moeilijker om de afgesproken bezuinigingen te realiseren. Het begrotingstekort voor 2011 zal waarschijnlijk hoger uitkomen dan eerder werd aangenomen. Het tweede hulppakket van IMF, EU en ECB met een omvang van EUR 130 miljard zal waarschijnlijk onvoldoende zijn om Griekenland overeind te houden. Naar schatting is nog eens EUR 15 miljard extra nodig. Of het tot die extra steun komt, valt nog te bezien. Op dit moment wordt er nog druk onderhandeld tussen private partijen en de Griekse regering over de voorwaarden van de afboeking ('haircut') op uitstaande staatsobligaties. Een goede afloop van die onderhandeling is een strikte voorwaarde van het IMF om een volgend deel van het hulppakket vrij te geven. Een andere voorwaarde is dat Griekenland in 2020 maximaal een staatsschuld heeft van 120% van het bruto binnenlands product (bbp). Het gevaar van ingrijpende bezuinigingen is dat hierdoor de economische groei wordt afgeknepen en omslaat in krimp. Beleidsmakers doen er verstandig aan om een balans te vinden tussen bezuinigen en groei stimuleren. We zijn er voorstander van dat vooral de sterkere eurolanden niet te hard op de rem trappen. Dit verbetert de kans op een herstel van de economie in de zwakkere landen. Politiek gezien is dit echter niet altijd eenvoudig. De nationale doelstellingen voor verantwoorde overheidsfinanciën wegen veelal zwaarder dan de gemeenschappelijke Europese belangen. Hiermee raken we ook de kern van het Europese probleem. De zo gewenste solidariteit is soms ver te zoeken als het erop aan komt. Ons oordeel over de bezuinigingen is de afgelopen weken niet gewijzigd.

Oordeel: neutraal

Monetair beleid

Na twee renteverlagingen lijkt de ECB even pas op de plaats te maken. Met de 3-jaars Long Term Refinancing Operation (LTRO, hierover later meer) heeft de ECB echter de financiële markten weten te bemoedigen. Het officiële rentetarief (de 'refi rate') bedraagt nu 1%. We verwachten een verdere renteverlaging naar 0,75% in het eerste kwartaal. Naast een verdere renteverlaging verwachten we dat de ECB actief blijft op de zogenoemde 'secundaire' markt voor staatsobligaties en dus via de gewone handel obligaties koopt (niet direct van landen). Behalve 'covered bonds' (obligatieleningen met extra hypothecaire zekerheid) blijft de ECB namelijk ook staatsobligaties van zwakkere eurolanden opkopen om de liquiditeit en prijsstabiliteit te waarborgen. Een rol als geldschietter voor noodgevallen ('lender of last resort') is voorlopig niet aan de orde. De ECB is er voor

prijsstabiliteit en liquiditeitverschaffing voor de banken. "Het aanzetten van de geldpers door de ECB is niet de oplossing van het Europese schuldenprobleem", aldus Draghi. De zorg voor sluitende begrotingen ligt bij de nationale politieke leiding, zo heeft hij meerdere keren aangegeven. Deze visie op de rol van de ECB komt ook geheel overeen met die van Duitsland. Draghi dringt erop aan om haast te maken met het operationeel maken van het Europese noodfonds (European Financial Stability Facility, EFSF). Het EFSF moet (samen met het ESM) zo snel mogelijk de tijdelijk waargenomen taak van de ECB overnemen: het opkopen van staatsobligaties van 'zwakke' eurolanden. Verdere renteverlagingen zijn dringend nodig om bedrijven en consumenten te stimuleren om te investeren en te consumeren. Of dit ook echt gaat lukken, is nog maar de vraag. Veel hangt af van het vertrouwen dat consumenten en bedrijven hebben in de toekomst. Dit vertrouwen is de cruciale factor voor de oplossing van de schulden crisis. Zonder economische groei is het vrijwel onmogelijk om de schulden te verminderen. Zolang de ECB niet het mandaat heeft om onbeperkt staatsobligaties op te kopen en het EFSF en het ESM niet daadkrachtig kunnen opereren, blijven we negatief in ons oordeel over het monetaire beleid van de centrale bank.

Oordeel: negatief

Liquiditeit

Via een speciaal programma heeft de ECB eind december 2011 maar liefst EUR 489 miljard aan Europese banken uitgeleend voor een periode van 3 jaar. De vraag naar deze 'Long Term Refinancing Operation' (LTRO) was veel groter dan verwacht. De betrokken banken kunnen hiermee tegen een gemiddelde vergoeding over de hele looptijd onbeperkt geld lenen. Deze 'refi rate' bedraagt nu 1% maar is variabel. Hiermee heeft de ECB voorkomen dat de interbancaire spanningen verder zouden toenemen. Met de vrijgekomen liquiditeiten hebben banken onder andere hun schuld kunnen herfinancieren en is het verder oplopen van de rentes in de perifere landen gedeeltelijk tegengegaan. Recente veilingen van vooral kortlopende staatsobligaties van Spanje en Italië zijn succesvol verlopen. Dalende renteniveaus zijn hiervan het gevolg. Wel zien we dat de korte rentes harder dalen dan de rente op obligaties met een langere looptijd. Banken lijken een voorkeur te hebben voor kortlopende obligaties. Hiervoor is een goede verklaring: wanneer banken voor drie jaar tegen een verwacht laag (variabel)tarief kunnen lenen (van de ECB) is het natuurlijk erg aantrekkelijk als je dat kunt uitzetten tegen een hogere rente op bijvoorbeeld Spaanse of Italiaanse staatsobligaties met een korte looptijd (korter dan drie jaar). Het verschil in rente is directe winst voor de banken. Overigens is deze zogenaemde 'carry trade' niet zonder risico. Bij sterk schommelende (en zeker bij dalende) koersen van in onderpand gegeven obligaties, kan de ECB meer onderpand verlangen. Dit kan mogelijk een probleem worden wanneer banken hier niet meer toe in staat zijn. Wat verder opvalt, is dat de liquiditeitsvoorziening aan de

bankensector nauwelijks wordt gebruikt voor kredietverstrekking aan het bedrijfsleven en consumenten. Dit is zeer nadelig voor de economische groei. De negatieve gevolgen van de strengere kapitaaleisen aan banken worden hiermee duidelijk zichtbaar. Een ander signaal is het fors hogere bedrag aan overtollige liquiditeiten dat banken op dagbasis toevertrouwen aan de ECB. Banken zullen de liquiditeiten waarschijnlijk vooral gebruiken om zichzelf te financieren. In het eerste kwartaal van 2012 moeten zij namelijk veel aflopende obligaties herfinancieren. Op dit moment is het voor hen bijna onmogelijk om dit via de kapitaalmarkt te doen. We zijn er daarom niet gerust op dat de daling van de marktreses op staatsobligaties van de perifere eurolanden lang stand houdt. Voor de liquiditeit van het financiële stelsel is de maatregel natuurlijk positief. De solvabiliteit van landen zal er echter niet direct door verbeteren. De sterk oplopende rente op Portugese staatsleningen is hiervan een goed voorbeeld. De banken zijn voorlopig voorzien van voldoende liquiditeit en kunnen in februari bovendien gebruiken maken van nog een tweede LTRO. Ons oordeel over de liquiditeit in de markt blijft daarom positief.

Oordeel: positief

Herstructurering

De herstructurering van de Griekse staatsschuld is een gebed zonder eind. De onderhandelingen tussen de private sector en de Griekse regering zijn al maanden onderweg. Bijna iedere dag zien we een bericht verschijnen dat er een akkoord is bereikt. Tot op heden is er echter nog geen witte rook in Athene. De private sector (dit betreft met name de financiële instellingen) zou 'vrijwillig' 50% afschrijven op Griekse staatsobligaties. Met deze maatregel moet de Griekse staatsschuld met zo'n honderd miljard euro afnemen. Inmiddels is al wel duidelijk dat de uiteindelijke afschrijving groter zal uitpakken dan 60%. De ECB doet niet mee aan deze maatregel en verlangt de volledige nominale waarde terug van de Griekse staatsobligaties in hun bezit. Wel is er al druk op de ECB uitgeoefend om toch ook mee te doen aan de afwaardering. Volgens de laatste schattingen van het IMF zou Griekenland, om de schuld in 2020 op de beoogde maximale 120% van het bbp uit te laten komen, nog eens EUR 15 miljard nodig hebben. De overige eurolanden staan niet te springen om deze extra steun op te brengen, vandaar dat op een extra offer van de private sector wordt aangestuurd. Die lijkt echter niet te willen zwichten voor de druk. Voor 20 maart moet er wel het een en ander geregeld zijn. Op die datum moet Griekenland namelijk ruim EUR 14 miljard aan obligaties aflossen, kapitaal dat het land nog niet heeft. De 'troika' van IMF, ECB en EU gaat pas over tot het uitbetalen van de volgende tranche uit al afgesproken hulppakket van EUR 130 miljard als er overeenstemming is over de afschrijving. De spanning loopt daarom al aardig op. Behalve over Griekenland beginnen de financiële markten zich in toenemende mate zorgen te maken over de solvabiliteit van

Portugal. De rente op Portugese staatsobligaties is, in tegenstelling tot die van Spanje en Italië, fors opgelopen. De plannen van Portugal om in 2013 naar de kapitaalmarkt te gaan, kunnen voorlopig in de ijskast. Tegen de huidige rentetarieven is de schuld van Portugal niet houdbaar. De kans op 'herstructurering' (gedeeltelijke afwaardering) van de Portugese staatsschuld neemt met de dag toe. Mogelijk zal dit later dit jaar gebeuren. Ons oordeel over de herstructurering blijft neutraal. **Oordeel: neutraal**

Herkapitalisatie

Met betrekking tot dit onderwerp is er naar onze mening weinig gewijzigd in de afgelopen weken. Het aangekondigde beleid om banken beter te kapitaliseren zal vooral voor banken uit de zuidelijke eurolanden gevolgen hebben. Om een mogelijke volgende crisis het hoofd te kunnen bieden, zijn de eisen voor het kernkapitaal ('core tier-1') verhoogd van 7% naar 9%. De banken die op dit moment als gevolg van de extra afschrijving op Griekse bezittingen nog niet voldoen aan deze eis, hebben nog tot 30 juni 2012 de tijd daarvoor. Vooral banken met veel staatsleningen uit de zuidelijke eurolanden zullen hun kapitaalpositie moeten verbeteren. Hiervoor zullen bedrijfsonderdelen moeten worden verkocht of aandelenkapitaal moeten worden geplaatst. De grote Italiaanse bank Unicredit heeft met moeite nieuwe aandelen kunnen plaatsen. Hoewel de verplichte herkapitalisatie van banken op korte termijn dus een negatief effect kan hebben, vinden we herkapitalisatie een positieve ontwikkeling. Het gevaar voor een eventuele besmetting van het financiële systeem bij een volgende crisis zal hierdoor afnemen. De praktische uitvoering van de herkapitalisatie kan door verslechterde marktomstandigheden overigens nog wel een moeilijke klus worden. De moeizame aandelenemissie van Unicredit is hier een goed voorbeeld van.

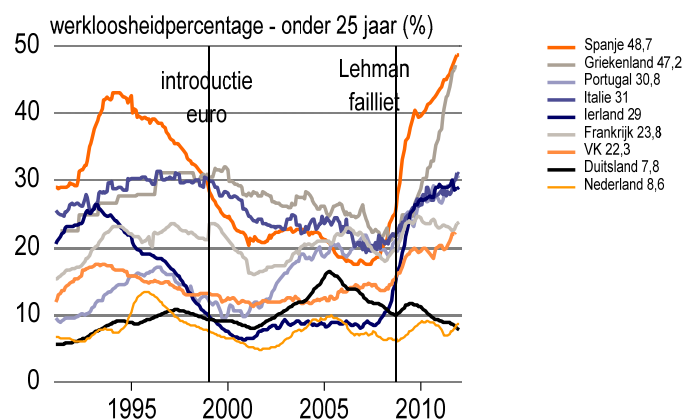
Oordeel: positief

Concurrentiekracht

In een aantal perifere eurolanden is de politiek druk bezig om hervormingen door te voeren. De hervormingen hebben het vergroten van de concurrentiekracht als doel. De hervormingen in de zwakkere eurolanden zijn echter een langetermijnproces. Het zal naar verwachting vele jaren kosten om de niet-concurrerende euro-economieën te veranderen. Er moeten grote slagen worden gemaakt, vooral wat betreft het terugdringen van bureaucratie en het opstellen van transparantere en eenvoudiger regels en voorzieningen. De 'zwakke' landen zijn zich inmiddels bewust van de noodzaak om hierin verandering aan te brengen. Hierop kan het aantreden van een regering van technocraten op korte termijn een positief effect hebben doordat zij in hun beleid minder worden gehinderd door politieke voorkeuren. Dat veranderingen niet zonder slag of stoot tot stand zullen komen, is duidelijk. De stakingen in Griekenland, Italië, Spanje en recent ook in België zijn

tekenen van maatschappelijke ontevredenheid over de voorgestelde maatregelen. Politieke onenigheid en tegenstand vanuit de bevolking vertragen dit proces. Het is lastig om concrete maatregelen te noemen die de concurrentiekracht bevorderen. In het algemeen gaat het om de liberalisering van de economie. Hervormingen op het gebied van pensioenstelsel, minimumloon en het opheffen van bescherming van bepaalde beroepsgroepen zijn hiervan voorbeelden. De impact die sociale hervormingen hebben op de maatschappij zijn al wel duidelijk voelbaar in bijvoorbeeld Griekenland, Spanje en Italië. De sociale onrust neemt toe en de protesten zijn in sommige gevallen moeilijk in de hand te houden. Het terugwinnen van de concurrentiekracht is essentieel voor de economische groei. We zien het daarom als een positief teken dat de Europese leiders stimulering van de economische groei als belangrijk aandachtspunt hebben aangemerkt. Met name de zwakke en weinig flexibele arbeidsmarkt in een aantal perifere eurolanden is verontrustend. De jeugdwerkloosheid bedraagt in sommige landen ruim veertig procent. Het is voor de toekomstige groei van de betreffende landen van levensbelang om jonge mensen aan het werk te krijgen. Ondanks de goedbedoelde intenties zien we daarvan op dit moment echter nog te weinig maatregelen. We kunnen dan ook nog niet positiever worden in ons oordeel. **Oordeel: negatief**

Europese jeugdwerkloosheid



Source: Thomson Reuters Datastream, ING Investment Office

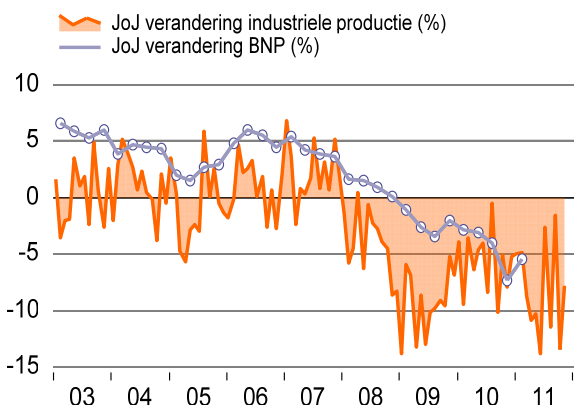
Arbeidsproductiviteit

Voor het aandachtspunt arbeidsproductiviteit geldt hetzelfde als voor concurrentiekracht. Er zijn veel maatregelen nodig om de arbeidsproductiviteit in de zwakke eurolanden te verbeteren. En ook hierbij geldt dat het lang zal duren voordat de positieve effecten zichtbaar worden. Om de arbeidsproductiviteit te verbeteren zijn grote investeringen nodig. We denken niet dat die op korte termijn plaatsvinden.

De aandacht van regeringen is in eerste instantie vooral gericht op het terugdringen van tekorten en schulden via bezuinigingen. Hiervoor laten de nieuwe begrotingsafspraken echter weinig ruimte.

Oordeel: negatief

Industriële productie Griekenland



Source: Thomson Reuters Datastream, ING Investment Office

Houding opkomende landen

De opkomende landen zijn over het algemeen wel bereid om hun goede wil te tonen maar staan (nog steeds) niet te trappelen om Europa financieel te steunen via het IMF of andere instituten. Vanuit landen als China en Brazilië komen nog steeds geen positieve berichten in deze richting. Dat is natuurlijk ook niet vreemd. Als je de eurozone als geheel beschouwt, is de situatie niet echt uitzichtloos te noemen en moet het mogelijk zijn om de problemen binnen Europa op te lossen. Bovendien kampen een aantal opkomende landen intern ook met de nodige problemen als inflatie en afzwakkende groei. We verwachten daarom ook niet dat in deze houding op korte termijn verandering gaat plaatsvinden en blijven daarom bij ons negatieve oordeel.

Oordeel: negatief

Conclusie

De eerste maand van 2012 stond in het teken van optimisme onder beleggers. Vrijwel alle financiële markten lieten een mooie performance zien. Vaak zelfs de beste januariperformance in jaren. De bereidheid onder beleggers om risico te nemen was dan ook groot. Dan rijst de vraag of we de Europese schulden crisis snel achter ons kunnen laten. Ons antwoord luidt echter: "nee, nog lang niet". Door de 3-jaars LTRO van de ECB is het gevaar van een systeemcrisis afgenomen. Dat is een duidelijk positieve ontwikkeling. Hiermee is de dreiging van liquiditeitsstekort voorlopig afgewend. De solvabiliteitsproblemen zijn echter nog niet opgelost. Wel is de weg die de politieke leiders op dit moment bewandelen (meer begrotingstoezicht en mogelijk

gedeeltelijke overdracht van beslissingsbevoegdheid) naar onze mening een juiste. Om de noodzakelijke eenheid te bereiken, zullen bestaande verdragen moeten worden aangepast. Als dit al gaat lukken, zal het vervolgens waarschijnlijk nog enige tijd vergen voordat de verdragen zijn geratificeerd door de diverse parlementen en de afspraken in praktijk kunnen worden gebracht. Frankrijk heeft al aangegeven dat ondertekening pas na de verkiezingen zal plaatsvinden. We moeten hierbij eerder denken aan jaren dan aan maanden. Hoewel de druk van de markten is afgenomen, zien we de situatie rond Portugal en Griekenland eerder verslechteren dan verbeteren. Ondanks de afgenomen interbancaire spanningen (dankzij de toegenomen liquiditeitsvoorziening door de centrale banken) zullen de financiële markten bij iedere twijfel aan een goede afloop van de schulden crisis het uiteenvallen van de eurozone inprijzen in de koersen. We blijven rekening houden met een sterk beweeglijke markt. Oplopende rentetarieven voor obligaties van perifere landen en de oplopende interbancaire rentetarieven zullen we nog geregeld meemaken. We hebben allang niet meer de illusie dat de politieke leiders de financiële markten op korte termijn kunnen overtuigen dat een oplossing snel zal komen. De aarzelingen en twijfels over de aanpak van de crisis hebben hun sporen al nagelaten in de reële economie. De economische groei in de eurozone is sterk vertraagd en het vertrouwen van consumenten en bedrijven is fors afgenomen. Niet voor niets heeft ook het IMF de groeiverwachtingen voor 2012 voor de wereld en Europa in het bijzonder vorige week verder verlaagd. Ondanks het feit dat in een aantal regio's de vertrouwensindicatoren een herstel laten zien, zal de bijdrage van consumenten, bedrijven en overheden aan de economische groei afnemen. We houden daarom ook rekening met verdere neerwaartse winstbijstellingen van analisten. We voelen ons daarom nog steeds comfortabel bij de onderweging van aandelen tegenover obligaties in de beleggingsstrategieën van de ING. Naar onze verwachting zal het optimisme op de financiële markten gevolgd worden door realisme.

Belangrijke data

10 februari

Bijkomst Europese leiders in Helsinki, Finland
Aankondiging Spaanse hervormingen

13 februari

Deadline onderhandelingen vrijwillige afschrijving op Griekse staatsschuld.
Veiling Italiaanse staatsobligaties

14 februari

Veiling Italiaanse staatsobligaties
Veiling Griekse staatsobligaties

15 februari

Veiling Portugese staatsobligaties

20-21 februari

Bijeenkomst Europese ministers van financiën

21 februari

Veiling Griekse staatsobligaties

22 februari

Ontmoeting tussen Merkel en Lagarde (IMF)

24 februari

Veiling Italiaanse staatsobligaties

25-26 februari

Bijeenkomst ministers van financiën van de G-20 en centralebankiers in Mexico City

27 en 28 februari

Veiling Italiaanse staatsobligaties

29 februari

ECB 3-jaars LTRO

Meer weten?

**Kijk op ING.nl/beleggen
Of bel 0900 – 0664
(10 cent per minuut)**

**Of volg ons op Twitter via
[@INGnl_IO](https://twitter.com/INGnl_IO)**

Disclaimer

Deze publicatie is opgesteld namens ING Bank N.V., gevestigd te Amsterdam en slechts bedoeld ter informatie. ING Bank N.V. is onderdeel van ING Groep N.V. Deze publicatie bevat beleggingsaanbevelingen maar geen beleggingsadvies noch een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van enig financieel instrument. ING Bank N.V. betreft haar informatie van betrouwbaar geachte bronnen en heeft alle mogelijk zorg betracht om er voor te zorgen dat ten tijde van de publicatie de informatie waarop zij haar visie in deze publicatie heeft gebaseerd niet onjuist of misleidend is. ING Bank N.V. geeft geen garantie dat de door haar gebruikte informatie accuraat of compleet is. De informatie in deze publicatie kan gewijzigd worden zonder enige vorm van aankondiging. Auteursrecht en rechten ter bescherming van gegevensbestanden zijn van toepassing op deze publicatie. Overneming van gegevens uit deze publicatie is toegestaan, mits de bron wordt vermeld. ING Bank N.V. is statutair gevestigd te Amsterdam, handelsregister nr. 33031431 Amsterdam en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM).

Deze tekst is afgesloten op 3 februari 2012

