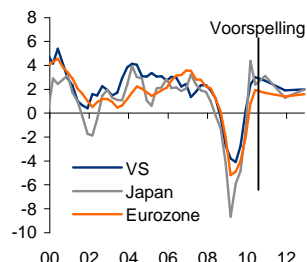
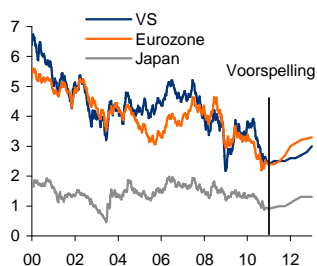


bbp-groei (% j-o-j)



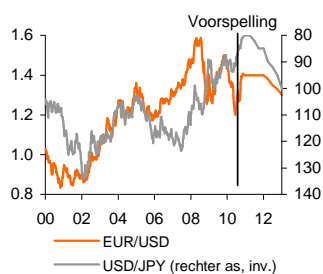
Bron: EcoWin, ING

10jr obligatierente (%)



Bron: EcoWin, ING

Wisselkoersen



Bron: EcoWin, ING

Mark Cliffe
Global Head of Financial Markets
Research

Rob Carnell
Tim Condon
James Knightley
Chris Turner
Peter Vanden Houte

Monthly Economic Update

Politieke disharmonie

De spanningen tussen de economische wereldmachten zijn opgelopen. Van de Braziliaanse minister van Financiën die vreest voor een valutaoorlog, tot Duitsland, Rusland en China die openlijk kritiek uiten op de nieuwe ronde van kwantitatieve verruiming door de Fed: de ruzies over de stimuleringsmaatregelen zijn niet van de lucht. Hoofddoel blijft het herstel van de mondiale onevenwichtigheden, maar de discussie over de beste manier om dat te bereiken, verloopt nogal problematisch en dreigt uit te lopen op een groeiende politieke verdeeldheid.

In ons volgende nummer van *Directional Economics* zetten wij uiteen dat steeds meer landen met een hoog begrotingstekort proberen het Duitse voorbeeld van groei door export en bedrijfsinvesteringen na te volgen. Omdat Duitsland en andere landen met een overschot op hun handelsbalans hun succesvolle economische model niet los willen laten om de weg vrij te maken naar herstel van de mondiale onbalans, verhevigt de woordenstrijd.

Overschotlanden klagen erover dat de VS en consorten uit concurrentieoverwegingen hun munt in waarde willen laten dalen – kwantitatieve verruiming (KV) wordt gezien als het middel daartoe. Zelfs de Amerikaanse president Barack Obama mengde zich in de discussie en rechtvaardigde de jongste stimuleringsmaatregel van de Fed als volgt: “het mandaat van de Fed, mijn mandaat, is onze economie te laten groeien en dat is niet alleen goed voor de Verenigde Staten, dat is goed voor de hele wereld”. Duitsland stelt dat productiviteitsverbetering moet leiden tot een betere concurrentiepositie en dat begrotingsdiscipline het herstel van de onbalans in de wereldeconomie moet steunen.

Ondanks al dit gekibbel is de euro sinds juni met meer dan 15% in waarde gestegen ten opzichte van de dollar. Dit geeft de ECB minder ruimte voor haar exit-strategie. Op deze manier exporteert de VS als het ware haar ruimere monetaire beleid. Dit leidt weer tot spanningen tussen Europese politici en centrale bankiers. Laatstgenoemden maken zich juist sterk voor een krappere budgettair beleid.

De beleidsmakers in opkomende markten zijn eveneens kritisch: zij krijgen te maken met een grote kapitaalinstroom als gevolg van KV, omdat beleggers op jacht gaan naar hogere rendementen. Aangezien hun economieën sterk zijn gegroeid sinds het einde van de wereldwijde recessie, hebben zij belang bij een iets sterkere munt om oververhitting te voorkomen en de inflatiedruk te verminderen. Wij blijven dan ook uitgaan van een snellere appreciatie van de Chinese RMB dan de prijzen op de non-deliverable termijnmarkt (NDF) aangeven, met name vanwege het weer olopende Chinese handelsoverschot.

Het Verenigd Koninkrijk wil ingrijpender bezuinigen dan de meeste landen met een hoog begrotingstekort. Het monetaire beleid zal daardoor ruim blijven, en nog ruimer worden als volgend jaar verdere KV plaatsvindt. President King van de BoE mengde zich in het KV/valuta-debat en stelde dat “er een wereld van verschil is tussen enerzijds doelbewust ingrijpen om de wisselkoers te verlagen of te verhogen, en anderzijds het vaststellen van binnenlands beleid en dan de markt de wisselkoers laten bepalen”.

Japan heeft de meer directe valutaroute gevolgd, met valuta-interventies en daarbovenop een bescheiden KV-programma. Wij beschouwen dit echter meer als het voorkomen van een te sterke yen dan als het bevorderen van een zwakkere yen.

VS

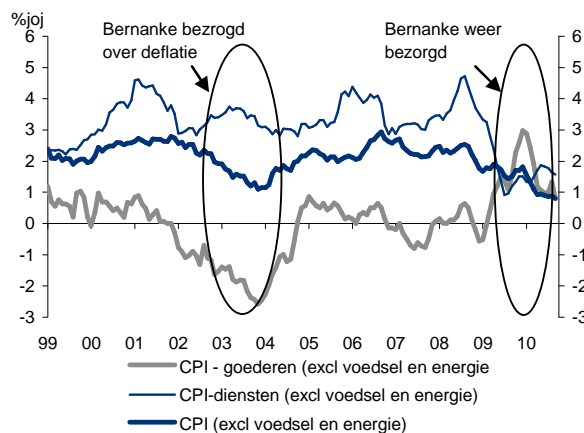
KV-2 is van start gegaan

Na maanden van tegenvallend nieuws over het herstel van de Amerikaanse economie achtte de Fed het noodzakelijk om opnieuw de geldpers aan te zetten, tot grote ergernis van veel andere landen die dit zien als “beggar thy neighbour” beleid (de groei van de eigen economie bevorderen ten koste van die van andere landen).

Vrees voor deflatie is sterke drijfveer voor de Fed

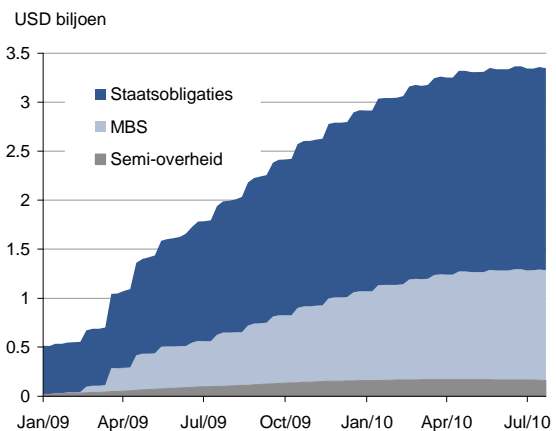
Uit de verklaringen van de Fed blijkt dat de lage onderliggende inflatie en de hoge werkloosheid de voornaamste redenen voor de nieuwe ronde kwantitatieve verruiming (KV-2). Een deflatiescenario is nu dichterbij dan in 2002, toen Bernanke het voor het eerst had over het printen van geld om vervolgens met een helikopter uit te strooien over de economie. Dat wil niet zeggen dat zonder tegenmaatregelen de economie nu afglijdt naar deflatie. Maar de huizenprijzen dalen, de loongroei neemt af, en de onderliggende inflatie loopt over een veel breder spectrum terug dan het geval was in 2002. De reden voor de bezorgdheid van de Fed is dus duidelijk.

Fig 1 Geen deflatie – maar wel meer deflatoir



Bron: EcoWin

Fig 2 Balansverlenging door de Fed



Bron: EcoWin, ING

KV heeft wel enig effect...

De Fed gaat tot eind juni 2011 nog eens USD 600 mrd aan Amerikaanse staatsobligaties opkopen, met een looptijd tussen 5 en 6 jaar – met als argument dat grote Amerikaanse bedrijven doorgaans in dit segment geld lenen. De motivering van het nieuwe beleid lijkt echter niet meer gericht op herstel van de stabiliteit op de financiële markten en bevordering van de bancaire kredietverlening. Wat wij van de eerste kwantitatieve verruimingsronde (KV-1) hebben geleerd is dat KV niet noodzakelijkerwijs een neerwaarts effect heeft op de obligatierente, behalve dan bij de aankondiging. Het draagt wel ertoe bij dat de renteversillen tussen bedrijfs- en overheidsobligaties verminderen, geeft de effectenmarkten een impuls en verzwakt de dollar.

...het bevordert de export door verzwakking van de USD...

Thans zijn dergelijke na-effecten de voornaamste gronden voor het nieuwe beleid geworden. Fed-voorzitter Ben Bernanke schreef in de Washington Post: “Lagere renteversillen tussen bedrijfs- en overheidsobligaties stimuleren de investeringen. En hogere aandelenkoersen zijn gunstig voor het vermogen van consumenten en doen het vertrouwen toenemen, waardoor ook de bestedingen kunnen aantrekken. Een toename van de bestedingen leidt tot hogere inkomens en winsten die, in een positieve spiraal, verder zullen bijdragen aan de economische expansie”. Een prettige bijkomstigheid voor de VS van KV is dat het de waarde van de USD onder druk kan zetten. Hoewel Bernanke de USD niet specifiek noemde, is hij zich zeker bewust van de extra voordelen van een zwakkere munt voor de Amerikaanse economische groei en met name de uitvoer van

industriële producten. Het is dan ook het officiële beleid van de regering Obama om vóór 2015 de uitvoer te verdubbelen.

...en draagt ook bij aan daling van rentever schillen tussen bedrijfs- en overheidsobligaties

De vraag is dus of KV-2 effect zal hebben. Voor ons lijkt er weinig twijfel dat, bij het uitblijven van verdere risicoaversie als gevolg van hernieuwde problemen in de perifere eurolanden, deze nieuwe KV-ronde de aandelenkoersen zal opdrijven en de waarde van de USD ten opzichte van de voornaamste handelspartners zal verlagen. Het kan ook bijdragen aan een daling van de rentever schillen tussen bedrijfs- en overheidsobligaties. In een eerdere analyse merkten wij op dat voor zover het geld dat in de economie wordt gepompt niet simpelweg door banken weer bij de Federal Reserve wordt geparkeerd, en zich ook niet op risicovolle activa richt of weglekt naar het buitenland, het invloed kan uitoefenen op de financiële markten. Het verschil tussen het totale geldbedrag van de kwantitatieve verruiming en het bedrag dat terugkeert als overtollige reserves bij de Fed, wordt "effectieve KV" genoemd.

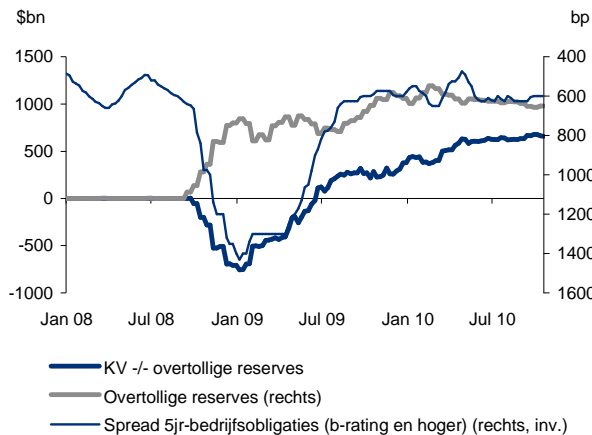
KV kan de consumentenbestedingen indirect stimuleren via de beurs

Ook zijn wij van mening dat KV indirect kan bijdragen aan de consumentenbestedingen. De ontwikkeling van de consumptie oogt niet bepaald robuust, maar is wel sterker dan blijkt uit de ontwikkeling van het reële besteedbare inkomen of het consumentenvertrouwen. Een mogelijke verklaring is dat huishoudens winst maken op hun aandelenbezit en dit verzilveren om te consumeren. Als dit voortduurt, kunnen de consumptiecijfers er beter uit gaan zien dan we nu verwachten. Vanzelfsprekend betekent dit dat het weer op orde brengen van het huishoudboekje naar de achtergrond verdwijnt – wat sommigen als ongewenst kunnen beschouwen.

Het is moeilijk voor te stellen dat KV goed is voor de huizenmarkt...

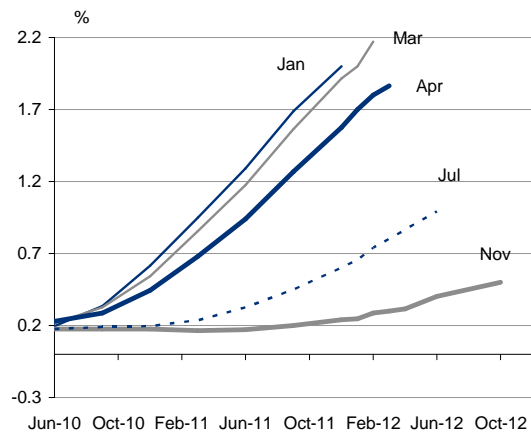
Een ander groot probleemgebied voor de Amerikaanse economie is de huizenmarkt. Ondanks een geringe daling in het overaanbod van huizen in de afgelopen maand, lijkt een verdere daling van de huizenprijzen op komst te zijn. Hoewel het schandaal rondom huisuitzettingen – "foreclosuregate" (bankmedewerkers tekenden huisuitzettingdossiers zonder de stukken te controleren en in te zien) – de druk op de huizenmarkt op de korte termijn enigszins heeft verlicht, is het saneringsproces van de huizenmarkt vertraagd en kunnen de transactievolumes eronder lijden.

Fig 3 Effectieve KV en rendementsverschillen



Bron: EcoWin, ING

Fig 4 Ontwikkeling van Fed funds futures (%)



Bron: Bloomberg

...of de arbeidsmarkt

Ook zal de nieuwste KV-ronde slechts indirect steun bieden aan de arbeidsmarkt, waar het werkloosheidspercentage nog steeds bijna 10% (9,6%) bedraagt ondanks de iets betere werkgelegenheidscijfers over oktober.

Bernanke zegt dat de Fed de economie niet in haar eentje kan redden – maar wie zal het dan moeten doen?

Ben Bernanke beëindigde zijn opiniestuk in de Wallstreet Post met de woorden: "De Federal Reserve kan niet in haar eentje alle problemen in de economie oplossen". Al is dit misschien waar, toch is het een bittere pil om te slikken: aangezien de Democraten

hun meerderheid in het Huis van Afgevaardigden hebben verloren en de komende twee jaar een politieke impasse dreigt, is de Fed zo ongeveer de enige beleidsmaker die er nog is.

Geen uitzicht op verkrapping door de Fed en dus blijft de obligatierente uiterst laag

Als de onderliggende inflatie laag blijft, het werkloosheidscijfer ruim boven het Fed-mandaat van “maximale werkgelegenheid” blijft liggen en de economische groei matig blijft, dan is de kans groot dat de tweede ronde kwantitatieve ruiming in de komende kwartalen opgevolgd al worden door KV-3 en KV-4. Dit zou de kans op een renteverhoging verkleinen. Wij hebben de door ons verwachte eerste renteverhoging al verschoven naar het vierde kwartaal van 2012 – in lijn met de marktverwachtingen – maar mogelijk moeten we de eerste renteverhoging door de Fed nog verder naar de toekomst verschuiven. Dit betekent dat zelfs de prognose van een bescheiden stijging van het rendement op overheidsobligaties met 60 bp over deze periode waarschijnlijk nog te hoog is.

Rob Carnell, Londen

EU-16

Discussie over de toekomstige inrichting van de eurozone...

Het is ironisch dat de huidige “high-level” discussies om te komen tot een solidere monetaire unie op de lange termijn in feite schadelijk zijn geweest voor het marktsentiment. De eis van de Duitse bondskanselier om het Verdrag van Lissabon te herzien en daarin een permanent crisismechanisme op te nemen waarin ook van particuliere obligatiehouders een bijdrage wordt verlangd bij schuldhherstructurering, kwam op een ongelukkig tijdstip. Hoewel het verstandig is om het preventieve effect van het Stabiliteits- en Groeipact te versterken door particuliere beleggers te verplichten ook zelf een risicopositie in te nemen (en zo de disciplinerende functie van de obligatiemarkt te vergroten), is het nu zeker niet het juiste moment. Aangezien het Europees Financieel Stabiliteits Fonds (EFSF) in 2013 afloopt, wordt de indruk gewekt dat na die datum het risico van een “haircut” (afwaardering) toeneemt. ECB-voorzitter Jean-Claude Trichet waarschuwde dat dit de pogingen van de perifere eurolanden om hun overheidsfinanciën op orde te brengen nog meer zou frustreren.

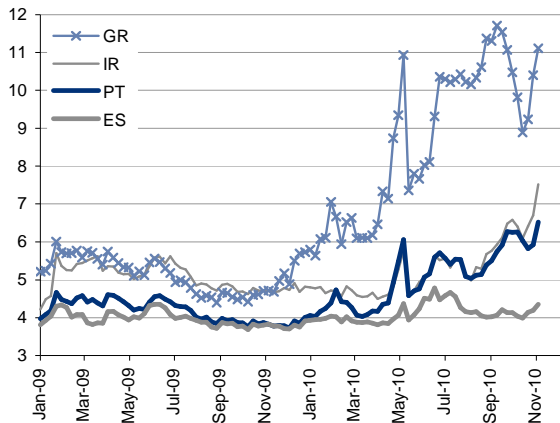
...heeft geleid tot een nieuwe stijging van de risicopremies op obligaties uit de perifere eurolanden

Na de Europese top zijn de spreads op obligaties uit de perifere eurolanden tot het hoogste niveau dit jaar gestegen. De sterkere euro – vooruitlopend op de nieuwe KV-ronde in de VS – heeft daarbij een rol gespeeld door de groeivoorzichten voor sommige van de lidstaten die het hardst zijn getroffen verder onder druk te zetten. De discussie over de bestuurlijke inrichting van de eurozone blijft echter van het grootste belang voor de toekomstige ontwikkelingen op de obligatiemarkten. In dat opzicht zijn wij zeer sceptisch of vóór de tweede helft van volgend jaar overeenstemming kan worden bereikt over een verdragswijziging.

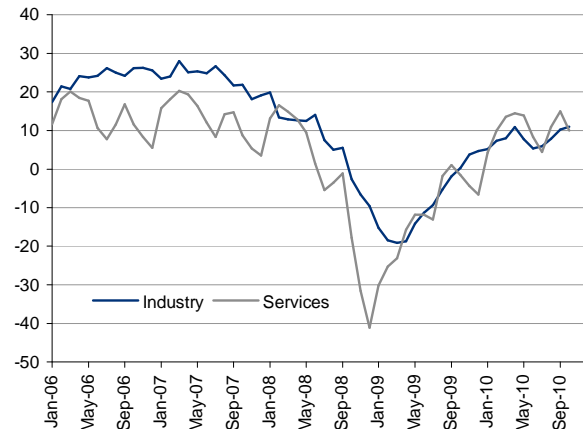
Portugal en Ierland worden door de markten gezien...

Portugal en Ierland kunnen zich wel groot houden, maar hun financieringskosten liggen thans duidelijk boven wat Griekenland betaalt voor haar noodpakket (Spanje lijkt voorlopig uit de brand te zijn). Bovendien kunnen, gezien de gematigde economische groei, de additionele budgettaire maatregelen in Ierland en Portugal naar het oordeel van de markten niet anders dan tot een schuldenspiraal leiden. Beide landen zijn tot het tweede kwartaal van 2011 voldoende gefinancierd, maar als de economische groei niet aantrekt, zal er in toenemende mate speculatie plaatsvinden dat één van de twee, zo niet beide, EFSF-steun moet aanvragen. In dat opzicht worden de komende kwartalen mogelijk nog steeds gekenmerkt door perioden van ernstige financiële onrust.

...als mogelijke kandidaten voor de EFSF

Fig 5 10-jrs obligatierente stijgt in perifere eurolanden

Bron: Datastream

Fig 6 Productie en vraag in de EU-16

Bron: Datastream

De problemen in de perifere eurolanden hebben de opleving niet verhinderd

Hoewel de markten zich zullen blijven richten op de problemen in de perifere eurolanden, is het van even groot belang om te melden dat de economie in de meeste lidstaten van de EU-16 duidelijk verbetert. Voor de eurozone als geheel stond de economische stemmingsindicator van de Europese Commissie in oktober op 104,1, beduidend boven het langetermijngemiddelde van 100. Weliswaar heeft dit onmiskenbaar te maken met de uitzonderlijke economische prestatie van Duitsland, maar ook in zes andere landen ligt het vertrouwen op een bovennormaal niveau.

De orderportefeuilles verbeteren...

Gezien de aanhoudende verbetering van de orderportefeuilles (inclusief uitvoerorders) blijven de groeivoorzichten op de korte termijn goed. Ondertussen worden de kredietvoorwaarden in de bancaire sector enigszins versoepeld. Ook MKB-bedrijven krijgen nu gemakkelijker toegang tot krediet. De voorwaarden voor een opleving van de bedrijfsinvesteringen zijn dus duidelijk aan het verbeteren. Europese banken hebben in het derde kwartaal dan ook een toegenomen kredietvraag door bedrijven gesignaleerd, de eerste stijging in twee jaar.

...en de kredietcyclus toont een omslag

Wij verhogen onze bbp-prognose voor 2010 naar 1,7%...

Het consumentenvertrouwen is weer tot boven het langetermijngemiddelde gestegen, al vond de afgelopen drie maanden een stabilisatie plaats. Gezien de recent bekendgemaakte cijfers hebben wij onze bbp-groeiprognose voor dit jaar licht opwaarts herzien tot 1,7%. Desalniettemin handhaven wij onze prognose van een lagere economische groei in 2011 (1,4%). Budgettaire verkrapping, potentiële financiële spanningen en een gemiddeld iets sterkere euro (al zullen interne spanningen de waardeverhoging van de euro beperken) kunnen voor zwakke kwartalen in het groeiprofiel zorgen. Maar zelfs dan gaan wij niet uit van een dubbele dip.

...maar verwachten een zwakkere economische groei

De inflatie heeft een dieptepunt bereikt...

De inflatie heeft een dieptepunt bereikt, met een voorlopige (flash) raming van de HICP-inflatie van 1,8% in oktober. Toch is het nog te vroeg om een sterke opwaartse trend te verwachten, aangezien tijdelijke factoren en basiseffecten duidelijk invloed hebben gehad op de inflatie. Men dient zich te realiseren dat de arbeidskosten per eenheid product op jaar-op-jaarbasis naar beneden gaan.

...maar de ECB is gedwongen haar ruime monetaire beleid voort te zetten

De ECB worstelt nog steeds met de vraag hoe zij haar streven om de onconventionele beleidsmaatregelen te beëindigen, kan verenigen met de noodzaak steun te verlenen aan de zwakste schakels in het Europese financiële stelsel (dat wil zeggen de banken in de perifere eurolanden). De ECB is al gestopt met het verstrekken van (goedkope) leningen aan banken met een looptijd van zes of 12 maanden. De volgende stap is een einde te maken aan de (goedkope) leningen met een looptijd van drie maanden. Wij vermoeden echter dat deze beslissing wordt opgeschort als gevolg van de huidige turbulentie. Wat de refirente betreft, verwachten wij geen verhoging vóór de tweede helft

van 2011. In dat opzicht is een beduidende stijging van de obligatierentes (in de kernlanden) tot die tijd eveneens onwaarschijnlijk.

Peter Vanden Houte, Brussel

Verenigd Koninkrijk

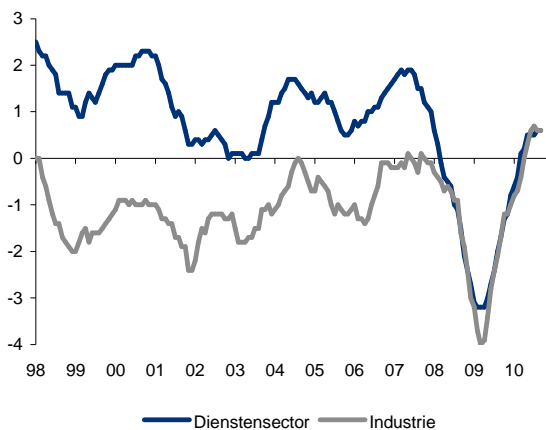
Groecijfers vielen afgelopen maand mee

In het Verenigd Koninkrijk zijn de afgelopen tijd meevallende economische cijfers gepubliceerd. Hdoor is de hoop gewekt dat een toename van de activiteit in de private sector de tegenwind kan compenseren die voortkomt uit begrotingsombuigingen, de geringe beschikbaarheid van krediet en verdere schuldafbouw. Als we de bbp-cijfers voor het tweede en derde kwartaal bij elkaar optellen heeft het Verenigd Koninkrijk qua economische groei de beste 6-maandsperiode in 10 jaar achter de rug. Bovendien zal de BTW-verhoging in januari 2011 er waarschijnlijk voor zorgen dat bepaalde consumptieve bestedingen worden vervroegd naar het vierde kwartaal van 2010, omdat huishoudens de belastingverhoging voor willen zijn. Hierdoor zal de groei in het eerste kwartaal van 2011 waarschijnlijk iets terugvallen, maar het onderliggende beeld laat over het algemeen hoopgevend tekenen van leven zien.

Ontwikkeling werkgelegenheid en investeringsplannen is ook hoopgevend

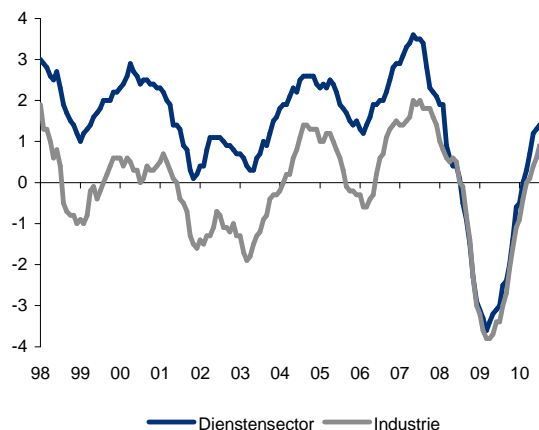
Het aantal banen in de private sector is sinds het begin van dit jaar met 343.000 toegenomen. Als dit momentum kan worden vastgehouden, wordt het verlies van 490.000 banen in de publieke sector (en bij bedrijven uit de private sector die door de overheid worden ingehuurd) hopelijk gecompenseerd en zal de werkgelegenheid per saldo groeien. Tot dusver zijn de tekenen hoopgevend, aangezien uit de meest recente maandelijkse conjunctuurenquêtes van de Bank of England blijkt dat het bedrijfsleven verdergaat met het aannemen van nieuw personeel. Ook de investeringsplannen tonen een stijgende lijn, wat dus ook positief is voor de groeivoorzichten.

Fig 7 Enquête BOE: werkgelegenheidsverwachtingen



Bron: EcoWin

Fig 8 Enquête BoE: investeringsplannen



Bron: EcoWin

Er is echter nog steeds sprake van forse tegenwind en ons basisscenario voor de komende paar jaar is een groei van 1.5-2.5%

De dalende huizenprijzen vormen echter een punt van zorg, omdat dit gevolgen zal hebben voor het sentiment. Doordat er niet genoeg kopers zijn en minder mensen hun huis te koop zetten, zullen er ook minder transacties plaatsvinden. En dit is weer slecht voor de belastingopbrengsten (via de overdrachtsbelasting). Ook levert het een neerwaarts risico op voor de consumentenbestedingen, gezien de sterke relatie tussen het aantal woningverkoppen en de bestedingen aan woninginrichting. Als we hieraan de negatieve reële loongroei, de schuldafbouw en het gebrek aan krediet toevoegen, dan lijkt de hoop op een terugkeer naar een trendmatige groei van 2,5-3% optimistisch. In

plaats daarvan verwachten wij dat de groei tijdens de huidige kabinetsperiode (tot en met 2015) tussen de 1,5-2,5% zal blijven steken.

Nieuwe stimulansen van de BoE zijn mogelijk, wat de kans op een stijging van de rente en het pond beperkt

De inflatie ligt nog steeds boven de doelstelling maar dit kan onveranderd worden toegeschreven aan de indirecte belastingen. Als we het effect hiervan elimineren, komt de consumentenprijsinflatie uit op slechts 1,4%. Gegeven de groeirisico's denken wij dat de Bank of England ruimte heeft voor extra stimulering - wij houden dan ook rekening met de mogelijkheid van verdere kwantitatieve verruiming in het eerste halfjaar van 2011. Dit kan volgens ons een stijging van de rente op staatsobligaties het komende jaar beperken. Ook betekent het dat er weinig kans is dat de Bank of England de rente voor eind 2012 verhoogt en impliceert een nieuwe ronde van stimulering een verdere verzwakking van het pond sterling, vooral ten opzichte van de euro.

James Knightley, Londen

Japan

Indicatoren voor het bedrijfsleven verslechteren nog steeds

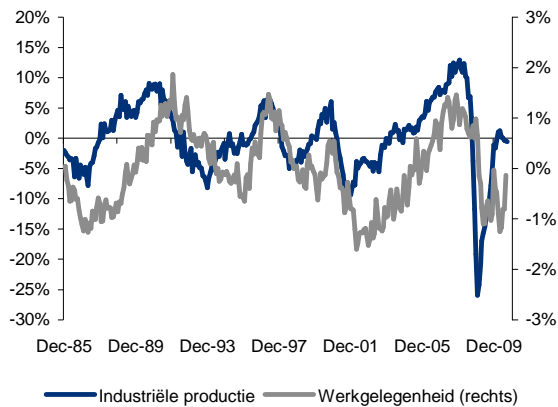
Er werden de afgelopen maand nieuwe tekenen zichtbaar dat het herstel van de bedrijfsactiviteit aan kracht heeft verloren. De industriële productie lag in september 3,7% onder de piek die in mei werd bereikt. De exportopbrengsten en de inkoopmanagersindex daalden voor de vijfde maand op rij. De inkoopmanagersindex blijft ruim onder het niveau van 50 punten, hetgeen duidt op een krimp, en producenten meldden een aanzienlijke inkrimping van de orderportefeuilles in de afgelopen maanden. De indicator voor de actuele situatie die deel uitmaakt van de Economy Watcher's Survey vertoont sinds juli een gestage daling. De meeste bedrijven verwachten dat de economie verder zal verzwakken.

Herstel consumptieve bestedingen biedt steun aan groei in derde kwartaal

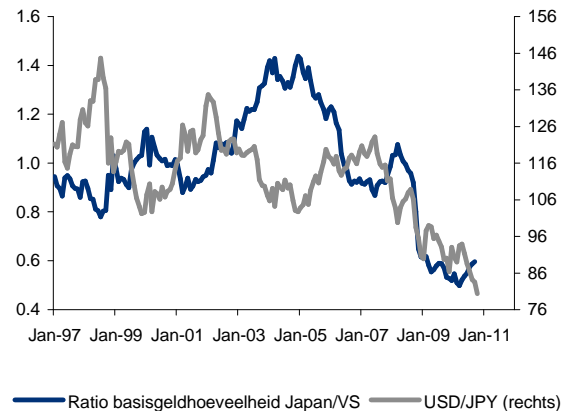
Gemeten in yens zijn de exportprijzen in belangrijke sectoren van de industrie sinds april met 5% tot 9% gedaald, waardoor de winst van de bedrijven is uitgehold. Desondanks groeide de economie met 0,9% ten opzichte van een kwartaal eerder. Er bestaat echter ongerustheid over de groei in het vierde kwartaal, omdat de consumentenbestedingen, de bedrijfsinvesteringen en de netto-export tegelijkertijd een negatieve ontwikkeling zouden kunnen gaan vertonen.

Indicatoren voor huishoudens zijn positiever

In tegenstelling tot de indicatoren voor het bedrijfsleven laten de recente cijfers met betrekking tot de huishoudens een hoopgegender beeld zien. Maandelijkse enquêtes naar de gezinsinkomens en -uitgaven wijzen op een sterke toename van de bestedingen aan auto's en apparaten. Dat enkele tijdelijke overheidpremies bijna aflopen heeft mogelijk voor een stimulans gezorgd. Daarnaast kregen de consumptieve bestedingen een zetje in de rug van de steunuitkeringen van de overheid aan gezinnen met kleine kinderen. Het werkloosheidspercentage daalde in september naar 5,0%. Zoals figuur 9 laat zien, loopt de banencyclus achter op die van de industriële productie met een vertraging van zes maanden tot een jaar. De vraag van bedrijven naar personeel zal uiteindelijk verslechteren als de tekenen van een afnemende bedrijvigheid aanhouden.

Fig 9 Banengroei volgt productiecycclus

N.B.: Trend is uit deze cijfers geëlimineerd, waarbij 0% de langetermijntrend is
Bron: MHLW, METI, MacroPacific

Fig 10 Fed injecteert sneller liquiditeit dan BoJ

Bron: BoJ

Bescheiden daling spreads op bedrijfsobligaties na stappen BoJ

De verruimingsmaatregelen die door de BoJ zijn geïmplementeerd, hebben geleid tot de gewenste vermindering van de creditspreads voor bedrijfsobligaties en kortlopend papier. De daling van de spreads is echter vrij bescheiden en zal waarschijnlijk niet zorgen voor een significante verbetering in de bedrijfsinvesteringen.

Lindsay Coburn, onafhankelijk adviseur ING

China

Maatregelen om vastgoedmarkt af te koelen drukken bbp in het derde kwartaal

De bbp-groei vertraagde in het derde kwartaal van 2010 naar 9,6% op jaarbasis, vergeleken met 10,3% in het voorgaande kwartaal. Wij denken dat de vertraging is terug te voeren op de ontwikkeling van de binnenlandse vraag. Volgens ons hebben de maatregelen die de Chinese autoriteiten in april namen om de vastgoedmarkt af te koelen, geleid tot een daling van de consumptieve vraag en ervoor gezorgd dat producenten zich meer op exportmarkten dan op de binnenlandse markt zijn gaan richten. De importgroei van 5% in het derde kwartaal ten opzichte van het voorgaande kwartaal was slechts de helft van het 'normale' tempo (d.w.z. het gemiddelde voor de periode 2000-2007), wat volgens ons duidt op een vertraging van de vraag. De outperformance van de Chinese export geeft aan dat een groot deel van de productie is geëxporteerd. De Chinese export is in het derde kwartaal met 10% op kwartaalbasis gegroeid, vergeleken met een normaal groeitempo van 11%. Voor Korea bedroegen deze percentages respectievelijk -2% en +1% en voor Taiwan 0% en 2%.

'Endogene' herbalancering lijkt niet waarschijnlijk

Dit patroon zette zich voort in oktober, toen het handelsoverschot toenam tot USD 27,2 mrd, het op vier na hoogste niveau ooit. Voor heel 2010 gaan wij nog steeds uit van een handelsoverschot van USD 198 mrd, wat gelijk is aan het niveau van 2009. In ons huidige basisscenario neemt het overschot in de komende jaren verder toe. Zoals de Wereldbank in het meeste recente kwartaalbulletin opmerkte, strookt dit niet met het idee van 'endogene herbalancering'.

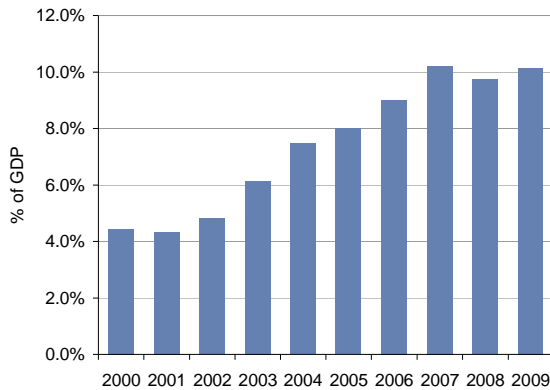
'Exogene' herbalancering kan een impuls krijgen als de uitkering van dividend door staatsbedrijven ...

Een 'exogene herbalancering' kan een impuls krijgen door de aankondiging van de Staatsraad dat 1631 staatsbedrijven vanaf volgend jaar dividend moeten uitkeren aan de overheid. Industriële ondernemingen realiseerden tussen 2003 en 2007 een winstgroei die overeenkwam met 4% van het bbp (figuur 11). Volgens ons was dit te danken aan een productiviteitsschok na de toetreding tot de WHO, die zorgde voor een toename van het tekort op de lopende rekening met 7% van het bbp in diezelfde periode.

...zorgt voor een lager investeringstempo

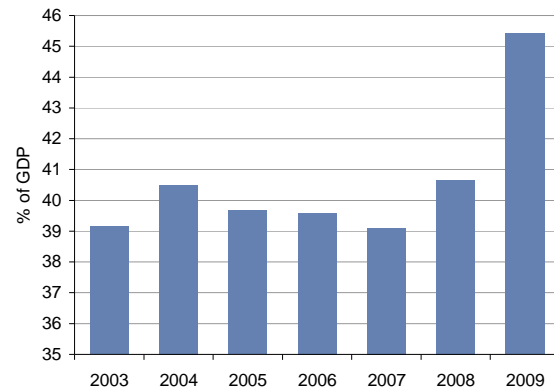
De bijdrage van de netto-export aan het bbp groeide ten kostte van de binnenlandse vraag. Door de sterke winstgevendheid bleef de investeringsvraag immers op peil. De investeringen in vaste activa bedroegen in de periode 2003-2007 steeds ongeveer 39% van het bbp (zie figuur 12), maar schoten in 2009 omhoog naar 45% van het bbp door de kwantitatieve verruiming door de Chinese centrale bank. Hierdoor nam de kredietverlening in 2009 toe met 20% van het bbp. Staatsbedrijven dwingen om een dividend uit te keren zal bijdragen aan een herbalancering als hierdoor het investeringstempo afneemt.

Fig 11 Winsten industriële ondernemingen (% bbp)



Bron: CEIC, ING

Fig 12 Investeringsstempo (% bbp)



Bron: CEIC, ING

Appreciatie RMB: het andere herbalanceringsbeleid

Ook een hernieuwde waardestijging van de RMB zou bijdragen aan een herbalancering. Dit zou helpen om het weer groeiende handelsoverschot terug te dringen. De G-20 top zou de frustratie wel eens kunnen hebben vergroot. Aan de klachten van de VS over landen met excessieve handelsoverschotten en de klachten van opkomende economieën over de instroom van 'hot money' door kwantitatieve verruiming is voorbijgegaan. Wij denken dat het politieke klimaat in Washington ervoor zal zorgen dat de frustratie wordt afgereageerd door China te beschuldigen van valutamanipulatie. Wij blijven bij ons standpunt dat de RMB het komende jaar sneller in waarde zal stijgen ten opzichte van de Amerikaanse dollar dan nu wordt verdisconteerd door de NDF-markt (prognose ING 6,1 t.o.v. 1-jaars NDF biedkoers van 6,4410).

Tim Condon, Singapore

Valutamarkten

Kwantitatieve verruiming door de Fed was door de valutamarkten algemeen verwacht

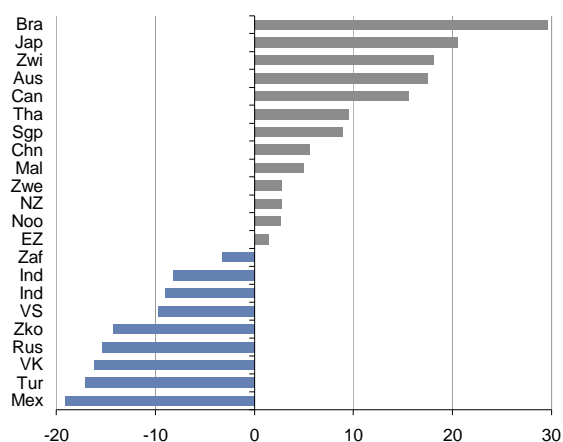
Het kwantitatieve verruimingsprogramma van de Fed was door de valutamarkten algemeen verwacht, waardoor de dollar in de acht weken die voorafgingen aan de aankondiging met zo'n 7% daalde ten opzichte van andere belangrijke valuta's. Volgens ons worden de factoren die een negatief effect hebben op de dollar – de aanhoudende geldgroei in de VS en een positief risicoklimaat – gecompenseerd door het potentiële negatieve effect van een schulden crisis in perifere eurolanden op de euro. Wij handhaven daarom het vlakke EUR/USD profiel van 1,40 voor 2011 dat wij vorige maand presenteerden, hoewel hierachter opnieuw aanzienlijke volatiliteit schuil gaat.

De VS en Japan hebben de sterkste geldgroei binnen de ontwikkelde wereld

De VS en Japan gaan binnen de ontwikkelde economieën aan de leiding voor wat betreft de expansie van de geldhoeveelheid. Zowel de Fed als de BoJ wil de inflatieverwachtingen verhogen en streeft naar een lagere reële rente. Dit beleid staat in tegenstelling tot dat in veel andere landen – zowel ontwikkelde als opkomende (met

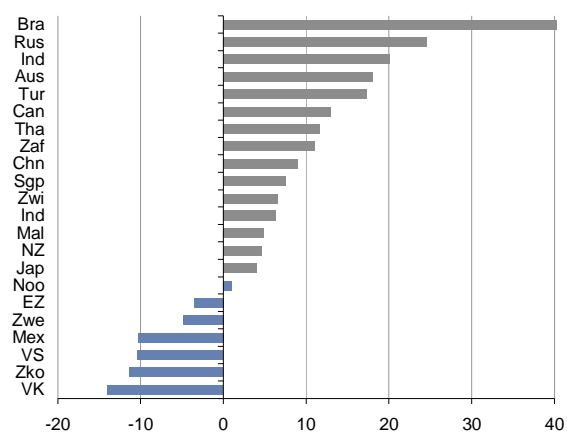
inbegrip van China). Bovendien is het beleid van de Fed om de geldpersen weer te laten draaien op grote schaal bekritiseerd door veel grote handelspartners als een vorm van indirecte valutamanipulatie. Toch lijkt het erop dat Washington het grootste deel van 2011 aan dit beleid zal vasthouden. Wij sluiten een volgende kwantitatieve verruimingsronde in het tweede halfjaar van 2011 niet uit als de Fed geen duidelijke vooruitgang heeft geboekt met de verwezenlijking van haar dubbele mandaat. Hierdoor zal de dollar in heel 2011 waarschijnlijk aan de zwakke kant van de bandbreedte voor de reële waarde blijven. Alleen als Treasuries massaal verkocht worden door onvoldoende geloofwaardigheid van het beleid, zal Washington misschien het roer omgooien om de dollar te beschermen.

Fig 13 NEER afwijking t.o.v. 10-jaars gemiddelde



Bron: BIS, ING

Fig 14 REER afwijking t.o.v. 10-jaars gemiddelde



Bron: BIS, ING

De tegengestelde trend van het monetaire beleid van enerzijds de Fed en anderzijds de ECB rechtvaardigt misschien een EUR/USD die dichterbij ligt van 1,50

Terwijl de tegengestelde trend van het monetaire beleid van enerzijds de Fed en anderzijds de ECB misschien een EUR/USD rechtvaardigt die dichterbij ligt van 1,50, nopen de ontwikkelingen in de perifere eurolanden tot voorzichtigheid. Voor Ierland en Portugal wordt het nakomen van schuldverplichtingen snel duurder en in de markt wordt gespeculeerd dat beide landen misschien zelfs een beroep moeten doen op het Europese Financiële Stabiliteitsfonds als de marktomstandigheden niet voor het eind van het eerste kwartaal van 2011 verbeteren. Als dit gebeurt, kan de EUR/USD vijf cent lager uitkomen, maar dankzij het thans aanwezige financieel steunmechanisme zou het effect op de euro aanzienlijk kleiner moeten zijn dan in het eerste halfjaar van 2010.

Chris Turner, Londen

Tabel 1 ING voorspellingen

	2009					2010F					2011F					2012F				
	1Q	2Q	3Q	4Q	FY	1Q	2Q	3Q	4Q	FY	1Q	2Q	3Q	4Q	FY	1Q	2Q	3Q	4Q	FY
VERENIGDE STATEN																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	-4.9	-0.7	1.6	5.0	-2.6	3.7	1.7	2.0	1.4	2.7	2.2	2.0	2.2	2.1	1.9	1.8	2.3	2.0	2.4	2.0
CPI headline (% joj)	-0.1	-1.2	-1.3	1.5	-0.3	2.4	2.0	1.2	1.0	1.6	1.1	1.7	1.8	1.9	1.6	1.9	1.9	1.8	1.6	1.8
Federal funds (% ultimo)	0	0	0	0		0	0	0	0.0		0	0	0	0		0	0	0	0.50	
3-maands rente (% ultimo)	1.2	0.6	0.3	0.3		0.3	0.5	0.3	0.3		0.4	0.4	0.4	0.5		0.5	0.5	0.8	1.00	
10-jaars rente (% ultimo)	2.60	3.80	3.30	3.79		3.82	3.25	2.51	2.40		2.50	2.50	2.50	2.60		2.60	2.70	2.80	3.00	
Overheidssaldo (% bbp)	Begrotingsjaar 2009/10				-10	Begrotingsjaar 2010/11				-9.8	Begrotingsjaar 2011/12				-8.1	Begrotingsjaar 2012/13				-6.7
Budgettair* (% bbp)					3.6					0.9					-1.7					-1.7
Overheidsschuld/bbp					84.6					93.8					98.2					104
EUROZONE																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	-9.6	-0.6	1.7	0.8	-4.0	1.4	3.9	1.7	1.2	1.7	0.8	1.0	1.4	1.7	1.4	1.5	1.7	1.9	1.9	1.6
CPI headline (% joj)	1.0	0.2	-0.4	0.5	0.3	1.1	1.5	1.7	1.9	1.6	1.9	1.7	1.5	1.5	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8
Refi-rente (% ultimo)	1.50	1.00	1.00	1.00		1.00	1.00	1.00	1.00		1.00	1.00	1.00	1.25		1.25	1.50	1.50	1.75	
3-maands rente (% ultimo)	1.50	1.30	0.75	0.71		0.65	0.80	0.8	1.10		1.10	1.20	1.30	1.60		1.60	1.70	1.80	1.90	
10-jaars rente (% ultimo)	2.90	3.40	3.25	3.35		3.10	2.60	2.30	2.40		2.40	2.50	2.70	3.00		3.10	3.20	3.25	3.30	
Overheidssaldo (% bbp)	Begrotingsjaar 2009/10				-6.3	Begrotingsjaar 2010/11				-6.5	Begrotingsjaar 2011/12				-4.9	Begrotingsjaar 2012/13				-4.0
Budgettair* (% bbp)					2.0					0.1					-1.3					-1.0
Overheidsschuld/bbp					78.7					83.1					86.3					87.5
JAPAN																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	-16.4	9.7	-0.3	3.4	-5.2	5.0	1.5	2.6	0.7	3.1	0.7	1.2	1.5	2.0	1.3	0.7	1.2	1.5	2.0	2.0
CPI headline (% joj)	-0.1	-1.0	-2.2	-2.0	-1.4	-1.1	-0.9	-0.8	-0.6	-0.9	-0.9	-0.6	-0.2	-0.1	-0.5	-0.9	-0.6	-0.2	-0.1	0.0
Refi-rente (% ultimo)	0.10	0.10	0.10	0.10		0.10	0.10	0.10	0.05		0.05	0.05	0.05	0.05		0.05	0.05	0.10	0.10	
3-maands rente (% ultimo)	0.66	0.46	0.29	0.21		0.20	0.20	0.20	0.20		0.20	0.30	0.35	0.50		0.50	0.50	0.50	0.50	
10-jaars rente (% ultimo)	1.34	1.36	1.30	1.30		1.35	1.10	1.00	0.90		0.95	1.00	1.00	1.10		1.20	1.30	1.30	1.30	
Overheidssaldo (% bbp)	Begrotingsjaar 2009/10				-7.4	Begrotingsjaar 2010/11				-7.7	Begrotingsjaar 2011/12				-8.5	Begrotingsjaar 2012/13				-9.0
Budgettair* (% bbp)					2.8					0.9					1.7					0.1
Overheidsschuld/bbp					96.5					102					109					115
CHINA																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	6.5	8.1	9.6	11.3	9.1	11.9	10.3	9.6	8.3	10.0	8.2	8.8	9.3	9.5	9.0	9.3	9.0	8.8	9.0	9.0
CPI headline (% joj)	-0.6	-1.5	-1.3	0.7	-0.7	2.2	2.9	3.5	3.2	3.0	2.0	2.0	2.5	2.5	2.5	2.8	3.0	2.4	1.8	2.5
Lending rate (% ultimo)	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.50	2.50	2.75	3.00	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
3-maands rente (% ultimo)	0.84	0.90	1.20	1.27	1.27	1.24	1.57	1.57	1.77	1.77	1.95	2.15	2.35	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
10-jaars rente (% ultimo)	2.38	2.42	2.94	2.99	2.99	2.85	2.67	2.72	3.10	3.10	3.30	3.45	3.55	3.55	3.55	3.55	3.55	3.55	3.55	3.55
Overheidssaldo (% bbp)	Begrotingsjaar 2009/10				-2.3	Begrotingsjaar 2010/11				-1.4	Begrotingsjaar 2011/12				-0.5	Begrotingsjaar 2012/13				-0.1
Budgettair* (% bbp)					n/a					n/a					n/a					n/a
Overheidsschuld/bbp					31.1					29.0					26.5					23.8
VK																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	-9.0	-3.1	-1.2	1.4	-4.9	1.8	4.7	3.2	2.1	1.8	1.0	0.7	0.7	1.1	1.6	1.9	2.2	2.6	2.6	1.7
CPI headline (% joj)	3.0	2.1	1.5	2.1	2.2	3.4	3.5	3.1	2.8	3.2	3.2	2.4	2.4	2.3	2.6	1.3	1.4	1.5	1.6	1.5
Lending rate (% ultimo)	0.50	0.50	0.50	0.50		0.50	0.50	0.50	0.50		0.50	0.50	0.50	0.50		0.50	0.50	1.00	2.00	
3-maands rente (% ultimo)	1.70	1.19	0.54	0.60		0.65	0.70	0.70	0.70		0.75	0.75	0.80	0.80		0.90	1.00	1.60	2.40	
10-jaars rente (% ultimo)	3.30	3.80	3.58	4.00		3.93	3.50	2.80	2.90		2.90	2.90	3.00	3.00		3.00	3.10	3.20	3.40	
Overheidssaldo (% bbp)	Begrotingsjaar 2009/10				-11.0	Begrotingsjaar 2010/11				-9.9	Begrotingsjaar 2011/12				-7.9	Begrotingsjaar 2012/13				-5.6
Budgettair* (% bbp)					2.6					-1.4					-2.0					-2.3
Overheidsschuld/bbp					71.4					78.0					82.8					86.0
EUR/USD (eop)	1.33	1.40	1.46	1.43		1.33	1.22	1.36	1.40		1.40	1.40	1.40	1.40		1.38	1.35	1.33	1.30	
USD/JPY (eop)	99	96	90	99		92	90	83	80		80	82	85	85		90	92	95	100	
USD/CNY (eop)	6.83	6.83	6.83	6.83		6.83	6.78	6.69	6.50		6.35	6.20	6.10	6.00		5.97	5.94	5.91	5.88	
EUR/GBP (eop)	0.92	0.85	0.91	0.89		0.90	0.82	0.87	0.85		0.85	0.85	0.85	0.83		0.80	0.80	0.80	0.80	

* + = verruiming; - = verkrapping

Bron: ING voorspellingen

Disclaimer

De informatie in dit rapport geeft de persoonlijke mening weer van de analist(en) over de onderliggende securities en/of over de uitgevende instanties en geen enkel deel van de beloning van de analist(en) was, is, of zal direct of indirect gerelateerd zijn aan het opnemen van specifieke aanbevelingen of meningen in dit rapport.

De analisten die aan deze publicatie hebben bijgedragen voldoen allen aan de vereisten zoals gesteld door hun nationale toezichhouders aan de uitoefening van hun vak.

Deze publicatie is gemaakt namens de ING in dit verband zijnde ING Groep N.V., gevestigd in Nederland, en enkele van haar dochtermaatschappijen en/of branches, en enkel en alleen bedoeld ter informatie van haar cliënten. ING is onderdeel van ING Group (in dit verband zijnde ING Groep N.V. en haar dochters en gelieerde ondernemingen). Deze publicatie geeft geen investment advies noch is het een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van enige financieel instrument. Alhoewel redelijke zorg is besteed om er zeker van te zijn dat de informatie opgenomen in dit rapport is niet onjuist of misleidend ten tijde van de publicatie, geeft ING geen garantie dat de informatie accuraat of compleet is. De informatie in dit rapport kan gewijzigd worden zonder enige vorm van aankondiging.

ING Group en al haar bestuurders, werknemers, en aan haar gerelateerde cliënten mogen, voor zover toegestaan bij wet, lange of korte posities houden of anderszins belang hebben bij enige transactie of investment (derivaten hieronder begrepen) waarnaar wordt verwezen in deze publicatie. Bovendien mag ING Group diensten op het gebied van bank, verzekering en asset management aanbieden en leveren aan, of zulke diensten afnemen van, elke vennootschap waarnaar wordt verwezen in deze publicatie.

Noch ING noch enige van haar directeurs of werknemers accepteren enige aansprakelijkheid voor enig direct of indirect verlies of schade voortkomend uit het gebruik van (de inhoud van) deze publicatie. Auteursrecht en rechten ter bescherming van gegevensbestanden zijn van toepassing op deze publicatie. Niets in deze publicatie mag worden gereproduceerd, verspreid of gepubliceerd door wie dan ook voor welke reden dan ook zonder de voorafgaande uitdrukkelijke toestemming van de ING. Alle rechten zijn voorbehouden.

Enige investering waarnaar wordt verwezen kan significant risico inhouden, zijn niet noodzakelijkerwijze mogelijk in alle jurisdicties, zijn wellicht illiquide en zijn wellicht niet geschikt voor elke investeerder. De waarde van, of inkomsten uit, enige investering waarnaar wordt verwezen kunnen fluctueren en/of kunnen zijn ontstaan door veranderingen in de wisselkoers. Resultaten behaald in het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Investeerders dienen hun eigen investeringsbeslissingen te nemen zonder te vertrouwen op deze publicatie. Alleen investeerders met voldoende kennis en ervaring op financieel gebied om de verdiensten en risico's te kunnen beoordelen kunnen overwegen om te investeren in enige uitgevende instantie of markt zoals hierin beschreven. Andere personen dienen geen enkele actie te nemen op basis van deze publicatie.

Deze publicatie is in het Verenigd Koninkrijk alleen uitgegeven aan personen beschreven in artikelen 19, 47 en 49 van de Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 en is niet bestemd om te worden verspreid, direct of indirect, naar enige ander klasse van mensen (hieronder private investors begrepen)

De publicatie is in Italië alleen uitgegeven aan personen beschreven in artikel 31 van Consob Regulation No. 11522/98. Deze publicatie is in de Verenigde Staten van Amerika alleen uitgegeven aan Qualified Institutional Buyers (QIB's) en grote bedrijven. Cliënten dienen contact op te nemen en hun transacties uit te voeren via analisten van een ING entiteit in hun eigen jurisdictie tenzij toepasselijk recht anders toestaat.

ING Bank N.V., haar branches en/of haar dochterondernemingen zijn allen geregistreerd en staan onder toezicht bij de betrokken nationale toezichhouders.

ING Bank N.V. heeft een vergunning van De Nederlandsche Bank (DNB) en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). ING Bank N.V. is statutair gevestigd te Amsterdam, houdt kantoor aan de Amstelveenseweg 500, 1081 KL Amsterdam, Nederland en is onder nummer 33031431 ingeschreven in het handelsregister van de kamer van koophandel. ING Financial Markets LLC, lid van NYSE, NASD en SIPC en onderdeel van ING, heeft onder de toepasselijke voorwaarden de verantwoordelijkheid geaccepteerd voor de distributie van dit rapport in de Verenigde Staten. Voor de publicaties in België is de verantwoordelijke uitgever Peter Vanden Houte, Marnixlaan 24, 1000 Brussel.