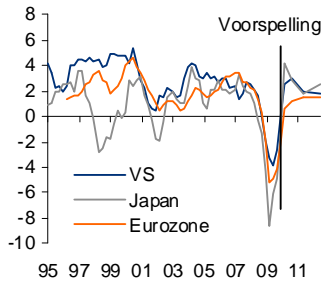
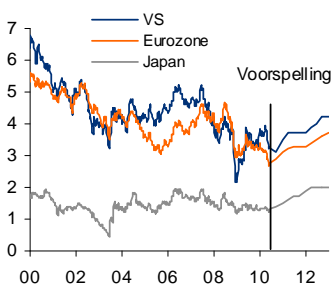


bbp-groei



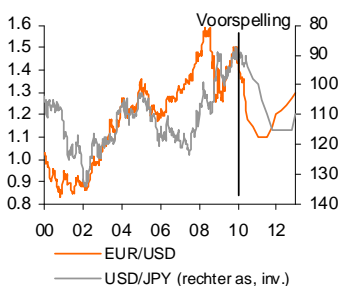
Bron: EcoWin, ING

10jr overheidsobligaties



Bron: EcoWin, ING

Wisselkoersen



Bron: EcoWin

Mark Cliffe

Global Head of Financial Markets Research

Rob Carnell

Tim Condon

James Knightley

Chris Turner

Peter Vanden Houte

Monthly Economic Update

Slaat de eurocrisis over?

Ondanks de overwegend positieve economische cijfers maken de markten zich zorgen over de toekomst van de eurozone. De kans dat die bezorgdheid afneemt, lijkt op dit moment gering. Door de bezuinigingsmaatregelen en dalende inflatie in de ontwikkelde economieën worden verwachtingen voor renteverhogingen neerwaarts bijgesteld.

Macrocijfers in de VS waren afgelopen maand wederom goed. De indicatoren voor de arbeidsmarkt, woningmarkt, consumptieve bestedingen en industriële productie wijzen alle op een aanhoudend herstel. Toch blijft het marktsentiment kwetsbaar; de gebeurtenissen in de eurozone belemmeren een verdere verbetering.

Verschillende functionarissen van de Federal Reserve geven aan dat het beleid gericht op zeer lage renteniveaus voorlopig ongewijzigd moet blijven, al neigt Fed-voorzitter Bernanke de laatste tijd opmerkelijk genoeg wat meer naar verkrapping. Veel leden wijzen op de extra risico's als gevolg van de ontwikkelingen in Europa. De belangrijkste risicofactor voor onze visie op de Amerikaanse rente is dat de ongerustheid sterker wordt.

De ontwikkeling van de markt voor Amerikaanse Treasuries wordt nog steeds bepaald door de vlucht van beleggers naar veiligheid, mede door de zeer lage en dalende kerninflatie. Het binnenlandse herstel lijkt hierbij nauwelijks een rol te spelen.

De turbulentie op de financiële markt en begrotingsombuigingen vormen een grote bedreiging voor het herstel in de eurozone. Toch wijzen de voorlopende indicatoren nog steeds op groei, voor een groot deel dankzij de zwakte van de euro.

De markten zijn nog steeds bang voor een herstructurering in Griekenland. Dit houdt een groot besmettingsgevaar in als andere landen gedwongen worden het Griekse voorbeeld te volgen. Dit zou ernstige schade toebrengen aan het wereldwijde financiële stelsel en het wereldwijde herstel in gevaar brengen.

Later deze maand wordt meer bekend over het Britse bezuinigingsprogramma. De maatregelen zullen agressief zijn en zorgen voor een langzaam herstel waarbij de rente laag en het pond sterling zwak blijven.

De Japanse economie ontwikkelt zich goed, maar de ongerustheid over de binnenlandse politieke problemen en de volatiliteit van de financiële markten nemen toe. Op korte termijn vormen de verkiezingen in juli het grootste risico, doordat de obligatiemarkten zich zorgen maken over een mogelijke afzwakking van de geplande overheidsbezuinigingen.

Wij hebben onze prognose voor de Chinese groei verlaagd omdat wij een afzwakking van de exportgroei voorzien. Daarnaast neemt door de zwakte van de euro de noodzaak van een revaluatie van de yuan af. Wij gaan er nu vanuit dat de autoriteiten de valutakoers in 2010 ongemoeid laten.

Het gebrek aan vertrouwen in het EMU-project blijft zeer nadelig voor de euro. Noord-Europa verwelkomt een daling van de euro. Tegen deze achtergrond hebben wij onze eindejaarsprognose voor de EUR/USD verlaagd naar 1,10.

VS

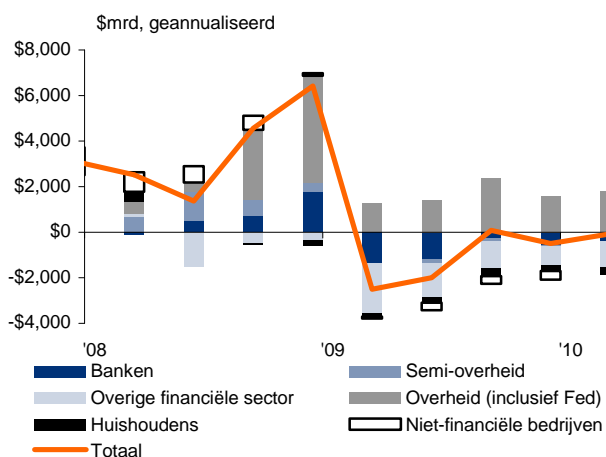
Vanuit binnenlands perspectief houdt het herstel in de VS aan

Hoenic's inschatting van het risico van de nulrente is onjuist...

Als de VS de enige economie op deze planeet was, dan zouden de cijfers van de afgelopen maand nog steeds wijzen op een herstel en een duidelijke voorbode zijn van terugdraaiing van de monetaire noodmaatregelen. Fed-functionaris Thomas Hoenic blijft ervoor pleiten dat de nulrente beter vroeger dan later kan worden afgeschaft. Hij heeft gezegd dat "... als we nu niet in actie komen, dan zal deze crisis slechts de geschiedenisboeken ingaan en zullen de schuld niveaus weer gaan oplopen en leiden tot een volgende crisis".

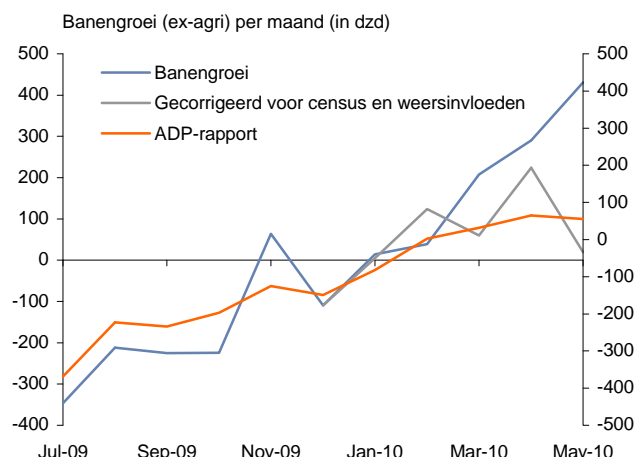
Wij zijn het niet eens met Hoenic. Op dit moment lijkt de kans gering dat overmatige financiering met vreemd vermogen een probleem wordt voor de VS. De kredietgroei - ook als we rekening houden met de uitgifte van bedrijfsobligaties - is nog steeds heel zwak. De theorie dat het huidige beleid zorgt voor het ontstaan van een nieuwe zeepbel die in de toekomst uiteen zal spatten, is op dit moment nauwelijks geloofwaardig.

Fig 1 Binnenlandse kredietverlening VS



Bron: EcoWin

Fig 2 Ontwikkelingen op de arbeidsmarkt



Bron: EcoWin

...maar waarschijnlijk zou de rente toch niet nul moeten zijn

Maar dat betekent niet dat de rente altijd nul moet blijven, zelfs niet tot het eind van het jaar. Op basis van het gunstige economische nieuws dat sinds vorige maand in de VS bekend is geworden, zouden we weer een stap dichterbij de opheffing van deze beleidsopstelling moeten zijn of, in het meest ongunstige geval, het einde van het streven naar een "uitzonderlijk lage rente gedurende langere tijd". Het is dan ook de moeite waard om ons af te vragen of de Fed, als het Fed funds tarief op dit moment in plaats van de huidige nul procent bijvoorbeeld 1,0% zou bedragen, bereid zou zijn over te gaan tot een renteverlaging? Het antwoord is vrij duidelijk "nee". Waar de beleidsmakers zich op dit moment schijnbaar door laten leiden, is niet zozeer het streven naar een "gepaste" beleidsrente, maar de weerstand tegen "verkrapping". Deze inertie lijkt nog steeds diep ingeworteld bij de meeste andere leden van het FOMC.

"Gezien het diepe dal waar wij uit proberen te klimmen, zal een volledig herstel tijd kosten". – Charles Plosser, voorzitter van de Federal Reserve van Philadelphia.

"Ik sta volledig achter de belofte van de Fed dat de rente lange tijd zeer laag zal blijven" – Charles Evans, voorzitter van de Federal Reserve van Chicago.

"Aangezien de inflatieverwachtingen stabiel zijn, de kerninflatie daalt en er binnen de economie sprake is van aanzienlijke overtollige capaciteit, is een accommoderend

monetair beleid nog steeds op zijn plaats" – Eric Rosengren, voorzitter van de Federal Reserve van Boston.

Belangrijker is misschien dat Ben Bernanke onlangs blijk heeft gegeven van een neiging tot verkrapping: "Wij hebben op dit moment een zeer accommoderend, zeer ruim monetair beleid. We kunnen de beschikbaarheid van krediet niet pas gaan verkrappen als de werkloosheid is uitgekomen op het niveau dat we graag willen zien of op het moment dat de inflatie uit de hand loopt".

Arbeidsmarkt verbeterd verder ... maar in een langzaam tempo

De economische groei in de VS wordt nog steeds gestimuleerd door de verbetering van de arbeidsmarkt. De teleurstelling over de meest recente werkgelegenheidscijfers (stijging van 431.000 banen) is begrijpelijk, want onderliggend (dus gecorrigeerd voor het effect van het inhuren van tijdelijke arbeidskrachten in verband met de volkstelling) was het een zwak cijfer. Uit het meer betrouwbare ADP-rapport blijkt dat er in de private sector nog steeds banen bij komen - maar in een bescheiden tempo van ongeveer 50.000 per maand. In deze fase is de toename van het aantal gewerkte uren misschien opwekkender. Dit is meestal een vroegere indicator van een toenemende vraag naar arbeid en vormt een welkome stimulans van het vertrouwen van werknemers. Enig verder herstel van de onderliggende werkgelegenheid in de private sector lijkt waarschijnlijk.

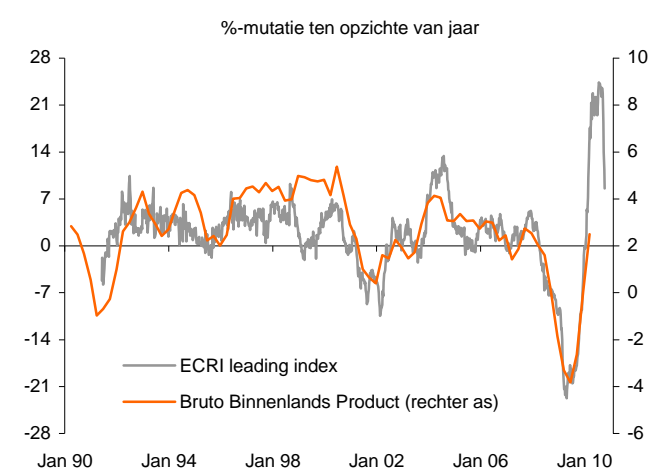
Consumptieve bestedingen blijven in deze fase goed op peil

Verder kan worden geconstateerd dat de consumptieve bestedingen goed op peil lijken te blijven. De autoverkoop kwamen in mei uit op 11,6 miljoen (geannualiseerd), wat een stijging betekent ten opzichte van april, en ook de wekelijkse detailhandelsomzet laat op jaarbasis een redelijk groei zien van ongeveer 2,7%. Hieruit kan worden opgemaakt dat de reële groei van de consumptieve bestedingen in het tweede kwartaal behoorlijk op gang is gekomen.

Ook de industrie profiteert nog steeds van buitenlandse vraag

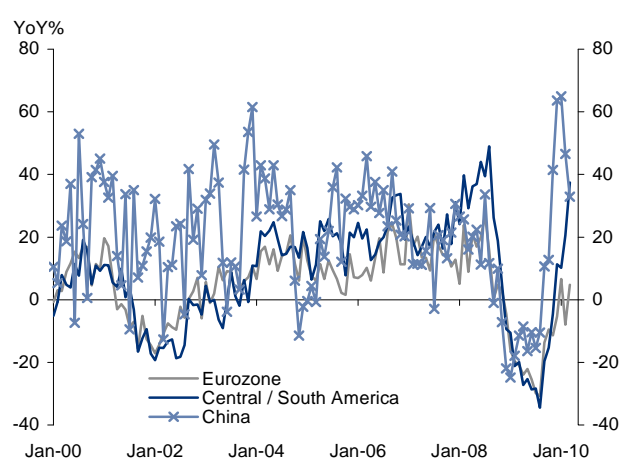
Ook de verwerkende industrie in de VS vertoont nog steeds een sterke groei, ondanks de aanhoudende stijging van de dollar ten opzichte van de euro en op handelsongewogen basis. De export naar dollargelateerde landen zoals China groeit momenteel sterker dan die naar andere regio's. Ook de indices voor de dienstensector blijven goed op peil, hoewel er nog steeds sprake is van een schrijnende ongelijkheid tussen kleine en grote bedrijven en de beschikbaarheid van krediet voor particuliere bedrijven en consumenten buitengewoon krap blijft.

Fig 3 ECRI voorlopende index en BBP



Bron: EcoWin

Fig 4 Export VS per regio



Bron: EcoWin

Maar de beslissing van het FOMC hangt net zo sterk af van wat er nu gebeurt in de eurozone ...

Echter, en dit is een heel groot 'echter', de VS is niet de enige economie op deze planeet. Evenmin is zeker dat de huidige krachtige macro-economische ontwikkeling in de VS zal aanhouden. Uit een snelle inventarisatie blijkt dat de meeste Fed-functionarissen hun

uitlatingen plaatsen in het perspectief van de toenemende risico's van de situatie in Europa. Ook bieden binnenlandse beleidsmaatregelen nog steeds aanzienlijke steun aan de Amerikaanse economie. De verbetering van de huizenmarkt is bijvoorbeeld te danken aan het na-ijleffect van belastingkortingen en een hernieuwde verzwakking is niet ondenkbaar. De fiscale rem is misschien niet zo dramatisch als de cijfers in de tabel aan het einde van deze publicatie aangeven. Er is enige ruimte voor uitglijders (door de inzet van ongebruikte TARP-gelden voordat in november de tussentijdse verkiezingen worden gehouden). Het begrotingsbeleid zal in 2011 echter onvermijdelijk omslaan van stimulerend in restrictief. Voorlopende indicatoren geven weliswaar aan dat het herstel voorlopig nog aanhoudt, maar wijzen tevens op een abrupte vertraging vanaf het derde kwartaal. De snelle groei van de export naar China vertraagt al, hoewel dit voor een deel wordt opgevangen door de ontwikkeling van de export naar Midden- en Zuid-Amerika.

...als van binnenlandse ontwikkelingen

Zoals blijkt in de volgende paragraaf over Europa, is de situatie in Europa niet wezenlijk veranderd en laten de macro-economische indicatoren nog steeds een verbetering zien. Ook de vooruitzichten voor China zijn grotendeels in tact gebleven, hoewel de groeiverwachtingen hier iets zijn getemperd. Als de situatie in Europa of China er zorgwekkender zou uitzien, zouden ook de vooruitzichten voor de Amerikaanse rente substantieel veranderen. In dat geval zou de Amerikaanse centrale bank de rente wel eens ongewijzigd kunnen laten, niet slechts tot het einde van het jaar maar ook nog in 2011. Intussen wordt het rendement op Amerikaanse Treasuries nog steeds bepaald door de vlucht naar veiligheid, waardoor het rendement niet boven ongeveer 3% uitkomt. Ontwikkelingen in het buitenland, en niet zozeer binnenlands nieuws, zijn waarschijnlijk de belangrijkste factor die hierin verandering kunnen brengen. De ontknoping van het Griekenland-verhaal vormt duidelijk het voornaamste risico.

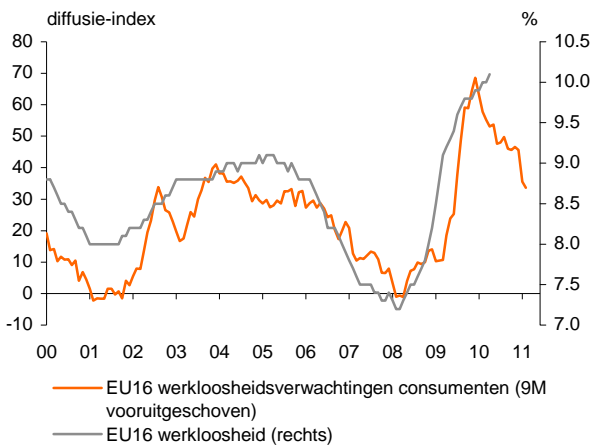
Rob Carnell, Londen

Eurozone

Financiële turbulentie en verdere budgettaire verkrapping kunnen het herstel tot stilstand brengen ...

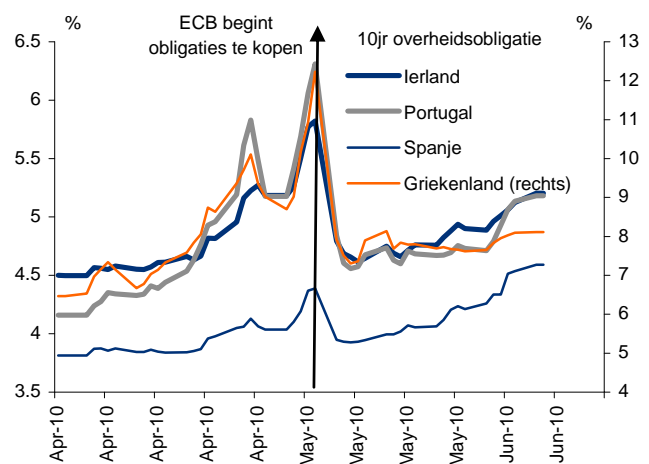
De aanhoudende turbulentie op de financiële markten als gevolg van de verslechtering van de overheidsfinanciën in diverse Europese landen onderstreept de kwetsbaarheid van het herstel in de eurozone. Doordat banken grote hoeveelheden staatsobligaties op hun balans hebben staan, is de CDS-premie (vergoeding voor verzekering tegen wanbetaling op een obligatie) voor senior leningen van Europese banken opgelopen tot het hoogste niveau sinds het eerste kwartaal van 2009. Hierdoor zijn de financieringskosten voor de Europese bankensector impliciet toegenomen. Bovendien wordt in het financiële stabiliteitsrapport van de ECB nog steeds uitgegaan van EUR 195 miljard aan afboekingen door banken in het eurogebied tot eind 2011. Tegelijkertijd dwingt de markt de Europese overheden om de begrotingsteugels vroegtijdig aan te halen, wat onprettige herinneringen oproept aan de premature budgettaire verkrapping in de VS die na de Grote Depressie het economisch herstel in de kiem smoorde. Begin juni kondigden ook Duitsland en Italië forse bezuinigingsmaatregelen aan.

Fig 5 Arbeidsmarkt EU16: positief voor consumptie?



Bron: Datastream

Fig 6 ECB probeert lange rente te drukken



Bron: Datastream

...maar de sentimentsindicatoren zijn nog steeds positief...

...met voorzichtige tekenen dat het herstel zich ook begint te uiten in de binnenlandse vraag

De zwakkere euro helpt ook mee...

...hoewel niet ieder land even sterk profiteert

De markten vrezen nog steeds een herstructurering van de Griekse schuld

Beleidsmakers proberen een credit event uit te stellen...

...vanwege de nog steeds zwakke positie van de banken...

Desalniettemin wijzen de economische indicatoren op dit moment hoogstens op een vertraging van het herstel, na wat wel eens een sterk tweede kwartaal zou kunnen zijn. Zowel de inkoopmanagersindex als de sentimentsindicatoren van de Europese Commissie schetsten nog steeds een bemoedigend beeld. Deze cijfers bevestigen niet alleen het beeld van een door de export geleid herstel, waarbij het aanvullen van de voorraden nu ook bijdraagt aan de groei. Ze wijzen er nu zelfs op dat de binnenlandse vraag eindelijk zou kunnen gaan bijdragen aan het herstel. De inkoopmanagersindex voor de dienstensector is in mei dan ook opgelopen naar 56,2, terwijl de werkgelegenheidsindex voor het eerst sinds mei 2008 op banengroei wees. Het gevoel dat de werkloosheid de top heeft bereikt, kan consumenten er misschien toe aanzetten om weer geld uit te gaan geven. Een dalende spaarquote kan de verwachte budgettaire verkrapping misschien compenseren. Dit vereist echter op zijn minst dat de rust op de financiële markten terugkeert: wegzakkende aandelenmarkten kunnen immers een negatief vermogenseffect hebben.

Ook de zwakkere euro kan tegenwicht bieden aan het effect van een restrictief begrotingsbeleid. Een daling van de effectieve wisselkoers van de euro met 5% zorgt over het algemeen voor 0,5% extra bbp-groei na twee jaar. Sinds oktober 2009 is de reële effectieve koers van de euro met bijna 10% gedaald. Ironisch genoeg profiteren de kernlanden relatief meer van de zwakkere valuta dan de zuidelijke lidstaten, waardoor de groeiverschillen in de eurozone worden versterkt.

De ontwikkeling van de begrotingssituatie in Griekenland hangt als een zwaard van Damocles boven de groeivoorzichten voor de EU16. Doordat de markt nu rekening houdt met een fiftyfifty kans op een halvering van de waarde van de Griekse staatsschuld in de komende jaren, is het de moeite waard om stil te staan bij de gevolgen hiervan voor de Europese groei. Een eerste onzekerheid betreft de timing. Doordat er nog geen plan is voor een oplossing en de Europese bankensector nog steeds erg kwetsbaar is, zullen Europese regeringen een herstructurering van de Griekse schuld zo lang mogelijk willen uitstellen. Ook zal de Griekse regering misschien enige tijd moeten bewijzen dat zij de begrotingscrisis echt wil aanpakken, omdat er op langere termijn nog steeds financiering in de markt moet worden aangetrokken. Doordat een herstructurering van de Griekse schuld de Europese banken ongeveer EUR 50 miljard zou kosten, willen de beleidsmakers mogelijk wachten tot de banken iets sterker zijn. Gelukkig is, dankzij de bereikte overeenkomst over een SPV van EUR 440 miljard om landen met betalingsproblemen te helpen, het risico dat door een Griekse herstructurering andere landen besmet raken waarschijnlijk beperkt.

...maar hierdoor zullen de markten nog enige tijd nerveus blijven

Een negatief effect van het zo lang mogelijk uitstellen van een mogelijke herstructurering is dat de marktturbulentie in de komende kwartalen af en toe weer de kop kan opsteken. Op zichzelf is dit een groeibeperkende factor is. Wij houden voor 2010 en 2011 vast aan onze bbp-groeiprognose van respectievelijk 1,2 en 1,5%, maar moeten wel toegeven dat de groei eerder lager dan hoger zal uitvallen.

ECB koopt nu staatsleningen op

Intussen is de ECB begonnen met het opkopen van staatsleningen om de financiële markten te stabiliseren. Het oplopen van de lange rente dreigde dan ook te leiden tot een verdere verkrapping van de monetaire situatie in de zwakste landen van de eurozone. Hoewel de ECB hierdoor het risico loopt van verliezen op haar balans, is de invloed op de liquiditeit en de inflatie een *non-issue*. Mits ze over zekerheden beschikken, kunnen banken immers al alle liquiditeit die ze nodig hebben bij de centrale bank krijgen. Doordat de geldgroei in brede zin nog steeds stagneert, verwachten wij niet dat de inflatie op korte termijn zal toenemen. In tegendeel, er is nog steeds sprake van deflatiedruk, gegeven dat de kerninflatie in april daalde naar 0,8%, het laagste niveau sinds het begin van de monetaire unie. Wij verwachten dat de ECB de refirente tot de tweede helft van 2011 ongewijzigd zal laten. Doordat de financiële onrust waarschijnlijk nog enige tijd zal aanhouden, zal de Duitse lange rente waarschijnlijk het grootste deel van 2010 onder de 3% blijven.

Doordat de inflatie beperkt blijft ...

...verwachten wij geen rentewijziging voor het tweede halfjaar van 2011

Peter Vanden Houte, Brussel

Verenigd Koninkrijk

De begroting die op 22 juni wordt gepresenteerd, zal een beeld geven van de bezuinigingsmaatregelen

De afgelopen maand heeft de regering de retoriek over de omvang van de bezuinigingen die waarschijnlijk in de begroting van 22 juni worden gepresenteerd, opgevoerd. Premier David Cameron heeft het gehad over "onvermijdelijk zware" maatregelen om het tekort te verminderen die gevolgen zullen hebben voor "onze hele manier van leven". De vorige Labourregering gaf aan dat er in de komende vijf jaar zo'n GBP 72 miljard bezuinigd zou moeten worden, maar wij denken dat de nieuwe regering gaat inzetten op een bedrag dat dichter in de buurt van GBP 90 miljard ligt, inclusief de al eerder aangekondigde bezuinigingen van GBP 6,2 miljard. Dit is grotendeels gebaseerd op het feit dat de vorige regering uitging van veel te optimistische aannames met betrekking tot de bbp-groei (3,5% voor de komende paar jaar, vergeleken met de realistischere groeiprognose van 2-2,5% die waarschijnlijk in de nieuwe begroting wordt gehanteerd). Hierdoor zijn de eerdere verwachtingen met betrekking tot de overheidsinkomsten te hoog geweest. Dit moet gecompenseerd worden door een ingrijpendere beleidsombuiging.

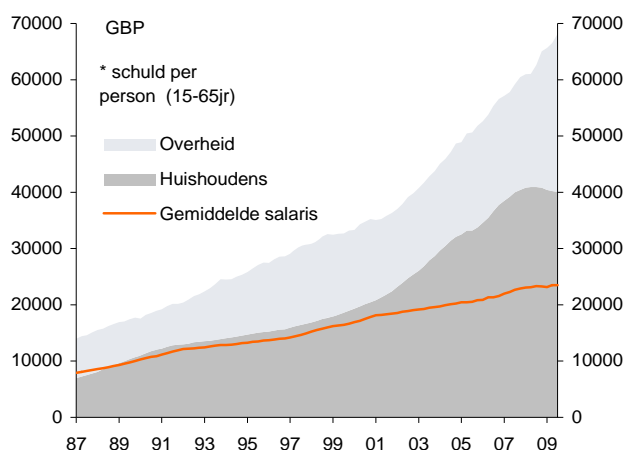
Het grootste deel zal worden gerealiseerd door verlaging van de uitgaven, maar waarschijnlijk gaat ook de BTW omhoog

Het grootste deel hiervan zal waarschijnlijk voort moet komen uit bezuinigingen. Minister van financiën George Osborne heeft aangegeven dat het tekort op deze manier voor "ongeveer 80%" kan worden teruggedrongen. De resterende 20% moet komen uit belastingverhogingen, waarschijnlijk in de vorm van een hoger BTW-tarief en het gelijktrekken van de vermogenswinstbelasting met het marginale tarief voor de inkomstenbelasting.

Dit zal zware tegenwind opleveren voor de groei

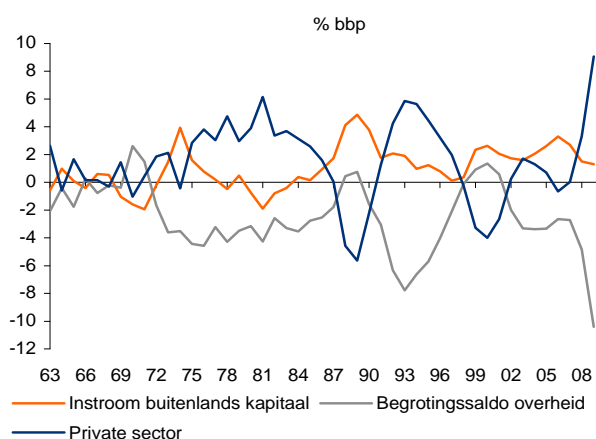
Een dergelijke budgettaire verkrapping zal negatieve gevolgen hebben voor de groei. De OESO verwacht dat een krimp van de begroting met 1% van het bbp de economische groei in het eerste jaar met iets minder dan 1% zal drukken, waarna de negatieve invloed in de volgende jaren iets geringer zal zijn. Aangezien de begrotingsconsolidatie waarschijnlijk uitkomt op meer dan 6% van het bbp, betekent dit in de komende jaren aanzienlijke tegenwind voor de economische groei.

Fig 7 Schuld per hoofd potentiële beroepsbevolking



Bron: EcoWin

Fig 8 Financiële balansen



Bron: EcoWin, ING

De groeivoorzichten zijn slecht en doordat de inflatie waarschijnlijk beperkt zal blijven zal de rente laag blijven...

... wat het pond onder druk houdt

De grote zorg is dat de groeivoorzichten uitgesproken slecht zijn: zowel de overheid als de private sector is bezig zijn schulden te verminderen en de netto export reageert niet op de zwakte van het pond. Onze ongerustheid wordt versterkt door de grote kans dat het reëel besteedbaar inkomen van huishoudens dit jaar zal dalen door de beperkte loongroei, hogere belastingen en toenemende inflatie, terwijl er in de publieke sector meer banen zullen verdwijnen dan er in de private sector bij komen. Er zal dan ook alleen sprake kunnen zijn van economische groei als zowel de huishoudens als de bedrijven hun netto besparingen verminderen en/of als de netto handelspositie van het Verenigd Koninkrijk drastisch verbetert. Dit is zeker mogelijk, maar een significante verbetering zal lastig te realiseren zijn tegen de achtergrond van het zwakke wereldwijde vertrouwen. Wij gaan er daarom nog steeds vanuit dat het Verenigd Koninkrijk afstevent op een aantal jaren met beneden trendmatige groei, afnemende inflatiedruk, lage rente en langdurige zwakte van het pond sterling.

James Knightley, Londen

Japan

Ondanks goede macrocijfers zijn er ook risico's

Export groeit sterk, maar aantrekkende yen is nadelig voor winstmarges

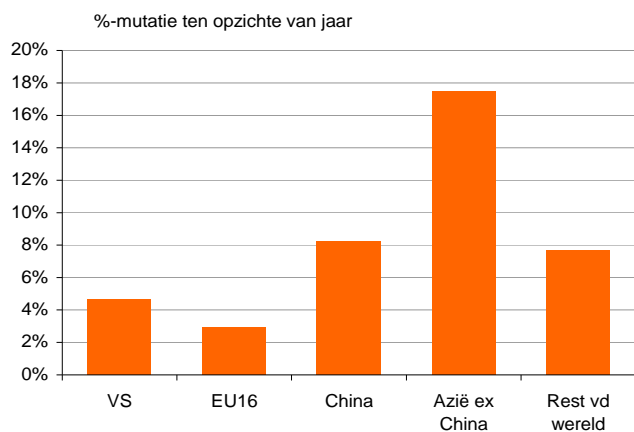
De afgelopen maand werd de binnenlandse politiek gekenmerkt door een opmerkelijke turbulentie en verslechterden de groeivoorzichten voor de wereldeconomie, waarvan de gevolgen ook in Japan merkbaar werden. De cijfers die de afgelopen maand gepubliceerd werden, wijzen op een aanhoudend economisch herstel, al beginnen er wel tekenen zichtbaar te worden dat het tempo van het herstel afneemt. De voorlopende index van het ESRI bereikte in april een hoogtepunt.

De economie vertoonde in het eerste kwartaal een reële groei van 1,2% op kwartaalbasis dankzij de ontwikkeling van de export en de bestedingen aan duurzame consumptiegoederen. Het volume van de export naar Azië blijft hoog en de export naar de VS en de EU is aangetrokken. Als de Europese schuldencrisis door uitstralingseffecten resulteert in een vermindering van de vraag in China en de Oost-Aziatische regio, zal dit leiden tot een aanmerkelijke vertraging van de Japanse export. Europa is goed voor slechts 11% van de totale Japanse export. De kracht van de yen is nadelig voor de marges van exporterende bedrijven, maar deze hebben tot dusver hun winsten op peil kunnen houden dankzij volumegroei in opkomende markten. Het doorsijpeleffect van de toegenomen bedrijvigheid voor de gezinnen is nog steeds bescheiden; de banengroei blijft traag.

De investeringsuitgaven stabiliseren inmiddels

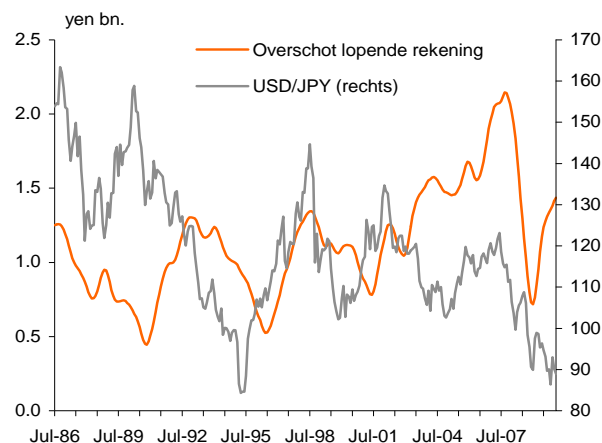
De daling van de bedrijfsinvesteringen lijkt tot stilstand te zijn gekomen. De toename is echter slechts bescheiden als gevolg van de aanwezige overcapaciteit en de lage winstgevendheid. De kwartaalcijfers geven aan hoe moeilijk het voor bedrijven is om winst te maken. Grote bedrijven maakten in het eerste kwartaal 3,1 yen winst op elke 100 yen omzet. Dit cijfer ligt onder het gemiddelde van 3,8 yen voor de periode sinds de zeepbel (vanaf 1994). Kleine bedrijven maakten op elke 100 yen omzet slechts 2,5 yen winst, wat in de buurt ligt van het langetermijngemiddelde. Het gemiddelde bedrijfsresultaat van een grote onderneming lag in het eerste kwartaal 17% onder het gemiddelde van de periode sinds 1994.

Fig 9 Exportgroei



Bron: EcoWin

Fig 10 Lopende rekening & USD/JPY



Bron: EcoWin

Deflatiedruk houdt aan

De consumentenprijzen nemen weer in een iets sneller tempo af. De prijzen (exclusief vers voedsel) daalden in mei met 1,5% op jaarbasis, vergeleken met een daling van 1,2% in de voorgaande maand; exclusief energie en vers voedsel daalden de prijzen zelfs met 1,6% op jaarbasis, na een daling van 1,1% in april. De producentenprijzen dalen al sinds januari op maandbasis. Hierbij spelen drie factoren: de kracht van de yen, de daling van de grondstoffenprijzen en het vertraagde effect van de zwakke ontwikkeling van de totale vraag. Door basiseffecten zou de deflatie op jaarbasis richting de nul moeten gaan. Toch denken wij nu dat de negatieve ontwikkeling van de kerninflatie (cpi exclusief voedsel en energie) niet, zoals eerder verwacht, in augustus maar pas in november tot stilstand zal komen.

Een verlaging van de rating na de verkiezingen van 11 juli lijkt waarschijnlijk

De onlangs aangetreden regering Kan zal in de groeistrategie die in de komende weken bekend wordt gemaakt, de inflatiedoelstelling voor de Japanse centrale bank (BoJ) waarschijnlijk op 1% zetten. Er bestaat onzekerheid hoeveel tijd de BoJ krijgt om deze doelstelling van 1% te halen, maar een aanzienlijke uitbreiding van de geldhoeveelheid (met minimaal zo'n JPY 20 biljoen) is waarschijnlijk. Of dit resulteert in een aanmerkelijke verzwakking van de yen, hangt voor een groot deel af van de vraag of het effect van deze uitbreiding in het niet valt bij dat van een sterke risicoaversie, waardoor Japanse spaarders over het algemeen een grotere voorkeur krijgen voor de eigen valuta. Het ratinginstituut Standard & Poor's heeft een 'negative outlook' toegekend aan de Japanse staatsschuld en wij verwachten dat de rating in de weken na de verkiezingen van 11 juli één stapje zal worden verlaagd naar AA-.

De begrotingsproblemen zullen naar verwachting blijven bestaan

Na zorgvuldig beraad denken wij dat er per saldo meer dan 50% kans is dat zich in de komende vijf jaar een negatief 'credit event' zal voordoen met betrekking tot de Japanse staatsschuld. Er is in de media veel aandacht besteed aan tekenen die erop wijzen dat het overheidsbeleid van een door Kan geleide regering meer gericht zal zijn op het stimuleren van economische groei en minder op het uitbreiden van de sociale zekerheidsvoorzieningen. Een dergelijke verschuiving biedt op korte termijn tactische

mogelijkheden. Beleggers met een langere horizon hebben als gevolg van het langdurige gebrek aan aandacht voor de toestand van de overheidsfinanciën echter behoefte aan een krachtige beleidsreactie, waartoe de regering Kan niet bereid is.

Lindsay Coburn, Onafhankelijk adviseur ING

China

Prognose voor exportgroei verlaagd

Wij hebben onze bbp-groeiprognose verlaagd: wij verwachten dat de exportgroei lager zal uitvallen door de beneden trendmatige groei in de VS en de eurozone en op grond van ons basisscenario dat de al sinds 1991 bestaande nominale bbp-groei-trend van 0% in Japan zal aanhouden.

Exportgroei versnelde na toetreding tot de WHO

De toetreding van China tot de Wereldhandelsorganisatie (WHO) markeert een duidelijk tweedeling in de ontwikkeling van de exportgroei. In de periode 1993 tot en met 2001 groeide de export jaarlijks met gemiddeld 13,8% (fig. 1). De groei werd pas spectaculair nadat China in 2001 toetrad tot de WHO en versnelde tussen 2002 en het 2e kwartaal van 2008 tot gemiddeld 29,4% op jaarbasis.

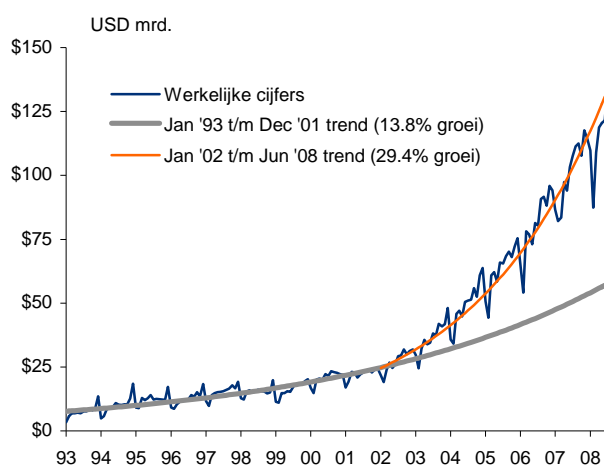
Permanente gevolgen van de instorting van de wereldwijde vraag in het vierde kwartaal van 2008

De exportcrash in het vierde kwartaal van 2008 heeft twee permanente gevolgen gehad. De eerste is dat de groei onder de trendlijn voor de periode 2002-2008 is geraakt (zie opnieuw fig. 1). Een terugkeer naar die trendlijn zou een periode van boven trendmatige groei vereisen en dat zien wij niet gebeuren. Ook verwachten wij dat de groei in de toekomst zal vertragen. Het exportherstel is tot nu toe goed geweest maar niet spectaculair. Wij verwachten dat de groei zal stabiliseren op een solide 19,3%, het gemiddelde tempo voor de totale periode van 1993 tot medio 2008.

Tragere exportgroei, tragere bbp-groei

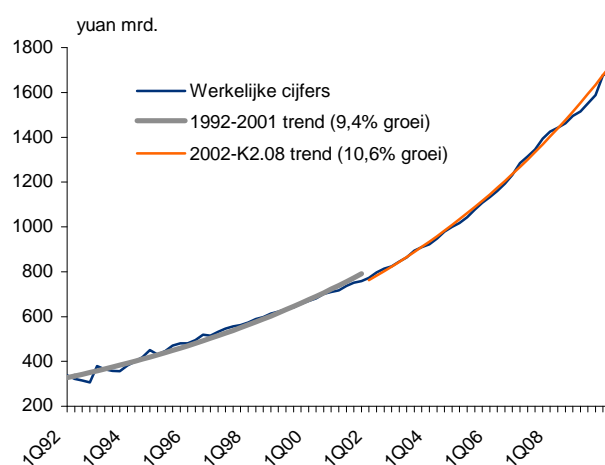
Tegelijkertijd met de versnelling van de exportgroei die volgde op de toetreding tot de WHO, nam ook de bbp-groei toe. Wij gaan er dan ook vanuit dat een tragere exportgroei vergezeld zal gaan van een lagere bbp-groei. De trendmatige reële bbp-groei versnelde in de periode 2002-2^e kwartaal 2008 naar 10,6%, vergeleken met 9,4% in 1992-2001 (fig. 2). In verband met de verlaging van onze prognose voor de exportgroei hebben wij onze prognoses voor de reële bbp-groei in 2011 en 2012 verlaagd van 10,0% naar 9,0%.

Fig 11 Chinese exportontwikkeling



Bron: CEIC, ING

Fig 12 Ontwikkeling Chinees bbp (volume)



Bron: CEIC, ING

De turbulentie op de markt voor Europese staatsleningen heeft gevolgen gehad voor de discussie over de revaluatie van de yuan. De koppeling van de yuan aan de Amerikaanse dollar heeft gezorgd voor een waardestijging van de yuan ten opzichte van de euro van 19% en voor een appreciatie van de handelsgewogen yuan met 5%. Ook is het Chinese

Druk om over te gaan tot revaluatie van de yuan neemt af

handelsoverschot verder afgenomen. Wij gaan er nu vanuit dat de autoriteiten in 2010 niets zullen doen aan de wisselkoers, maar vasthouden aan de verwachting dat de autoriteiten na 2010 de huidige bandbreedte van +/- 0,5% voor de USD/CNY in lijn zullen brengen met de 3% die voor de niet-dollarkoersen geldt.

Minder hot money te absorberen

Door de turbulentie is ook de risicobereidheid van beleggers afgenomen, waardoor de toestroom van 'hot money' naar China is geslonken. Wij denken nu dat de Chinese centrale bank (PBOC) de reserveverplichting tot het einde van dit jaar niet meer zal verhogen, terwijl wij eerder nog uitgingen van één verhoging per kwartaal. De autoriteiten lijken renteverhogingen niet noodzakelijk te vinden en wij hebben onze prognose voor de komende 12 maanden teruggeschoefd van twee verhogingen naar één verhoging met 27 basispunten van het depositotarief en de leenrente.

Tim Condon, Singapore

Valutamarkten

Wij hebben onze eindejaarsprognose voor de EUR/USD verlaagd naar 1,10

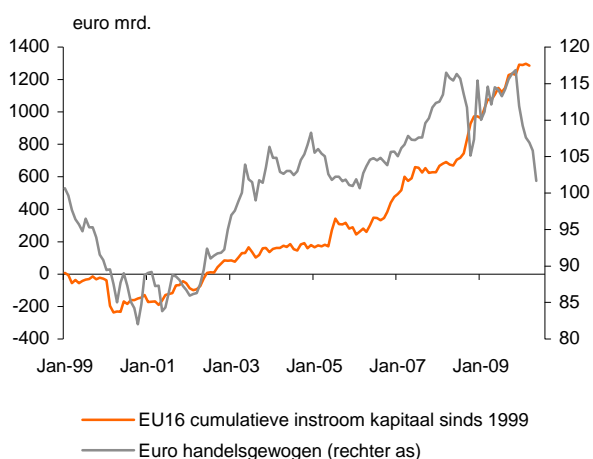
De handelsgewogen koers van de euro is sinds begin dit jaar met ongeveer 12% gedaald en een omslag van deze trend lijkt in de komende kwartalen niet waarschijnlijk. Internationale beleggers zijn nog steeds bang dat Griekenland de begrotingsconsolidatie niet kan volhouden, terwijl ook de geloofwaardigheid van de ECB nog steeds op de tocht staat nadat er dit jaar een aantal keren sprake is geweest van een ommezwaai van het beleid. Wij hebben onze eindejaarsprognose voor de EUR/USD verlaagd naar 1,10.

De euro staat sinds de Griekse begrotingsproblemen vorig jaar december aan het licht kwamen, vrijwel permanent onder druk. Beleggers vinden de Europese beleidsreactie ongecoördineerd en zijn nog steeds bang dat Griekenland het uiteindelijk gemakkelijker zal vinden om haar schuld te herstructureren dan om vijf jaar lang pijnlijke aanpassingen door te voeren. Zoals wij vorige maand bespraken, heeft de angst dat banken in de eurozone verliezen moeten nemen op staatsleningen uit perifere landen, het aantrekken van dollarfinanciering bemoeilijkt. Europeanen moeten namelijk nog steeds een premie van 50 basispunten boven op het USD-Libor rentetarief betalen voor financiering via de valutaswapmarkt.

Een Griekse herstructurering kan leiden tot een groot verlies voor de ECB

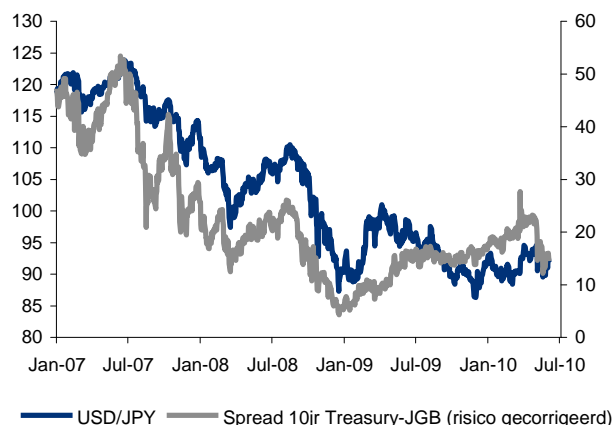
Er is echter een risico dat deze schuldproblematiek ook gevolgen gaat krijgen voor de ECB, aangezien de markt ervan uitgaat dat de ECB als de nood aan de man komt schulden uit perifere landen zal opkopen. Een herstructurering van de Griekse staatsschuld zou dus een aanzienlijk verlies kunnen opleveren voor de ECB en in extreme omstandigheden een herkapitalisatie noodzakelijk kunnen maken. Dit staat in contrast met, bijvoorbeeld, de situatie bij de Zwitserse centrale bank, die door angst voor potentiële valutaverliezen op veel grotere valuta-reserves gedwongen was veel grotere balansvoorzieningen te vormen. De noodzaak van voorzieningen zou voor de ECB toch groter moeten zijn, gegeven het nieuwe en toenemende belang in leningen uit de perifere eurozone?

Fig 13 Portefeuillestromen eurozone vs. EUR/USD



Bron: ECB, EcoWin

Fig 14 USD/JPY vs. rentespread (risico gecorrigeerd)



Bron: ING, EcoWin

Europese kernlanden, vooral Frankrijk, lijken blij te zijn met de daling van de euro

Gegeven de onzekerheden die bestaan ten aanzien van het hart van de eurozone, is het niet verrassend dat internationale beleggers waarschijnlijk bezig zijn hun geld over te hevelen naar 'veilige' valuta's zoals de dollar, de Zwitserse frank en de yen. Tegelijkertijd geven Europese functionarissen nog steeds gemengde signalen af over de euro. Op een bepaald moment werd halsoverkop een reddingspakket van EUR 750 miljard samengesteld om de euro en de Europese Monetaire Unie te redden, maar op andere momenten leken de Europese kernlanden (vooral Frankrijk) de daling van de euro te verwelkomen omdat dit steun bood aan de export en de zwakkere binnenlandse vraag compenseerde. De markt heeft geen vertrouwen meer in de euro en wij hebben onze eindejaarsprognose voor de EUR/USD verlaagd naar 1,10, met als risico dat de koers naar pariteit kan zakken.

Een nieuwe DPJ-regering zal er weinig voor voelen de JPY verder te laten stijgen

Ook voor de USD/JPY blijft het risicoklimaat lastig. In het verleden heeft er altijd een sterke relatie bestaan tussen de USD/JPY en voor risico gecorrigeerde rendementen en onder de huidige omstandigheden blijft de toegenomen volatiliteit voor neerwaartse druk zorgen. Een nieuwe en meer interventionistisch ingestelde DPJ-regering zal de JPY echter niet veel sterker willen laten worden. Ervan uitgaande dat de Fed in het vierde kwartaal van 2010 nog steeds overgaat tot monetaire verkrapping, verwachten wij dat de USD/JPY zal aantrekken tot boven de 95.

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)	-6.4	-0.7	2.2	5.6	-2.4	3.2	2.7	2.2	2.1	3.0	1.9	1.9	1.8	1.8	2.0	1.6	1.8	1.7	1.9	1.8
CPI headline (% joj)	-0.1	-1.2	-1.3	-0.1	-0.3	2.4	2.0	1.8	1.6	2.0	1.6	1.6	1.7	1.8	1.7	1.9	1.9	2.0	2.1	2.1
Federal funds (% ultimo)	0	0	0	0		0	0	0	0.50		1.00	1.50	1.50	1.50		1.50	1.50	1.75	2.25	
3-maands rente (% ultimo)	1.50	0.60	0.30	1.50		0.30	0.40	0.50	0.80		1.30	1.70	1.70	1.80		1.70	1.80	2.00	2.40	
10-jaars rente (% ultimo)	2.6	3.8	3.3	3.79		3.82	3.20	3.10	3.50		3.70	3.70	3.70	3.70		3.90	4.00	4.20	4.20	
Overheidssaldo (% bbp)	Begrotingsjaar 2009/10				-10	Begrotingsjaar 2010/11				-9.8	Begrotingsjaar 2011/12				-8.3	Begrotingsjaar 2012/13				-6.5
Budgettair* (% bbp)					3.7					1.8					-1.7					-2
Overheidsschuld/bbp					83.5					92.7					98.7					104
EUROZONE																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	-9.5	-0.5	1.6	0.2	-4.0	1.0	3.0	1.1	1.6	1.2	1.5	1.5	1.2	1.4	1.5	1.5	1.6	1.8	1.8	1.5
CPI headline (% joj)	1.0	0.2	-0.4	0.5	0.3	1.1	1.5	1.6	1.7	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	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	1.25	1.25		1.50	1.50	1.75	1.75	
3-maands rente (% ultimo)	1.5	1.3	0.8	1.5		0.6	0.7	0.8	0.9		1.2	1.3	1.4	1.6		1.7	1.8	1.9	1.9	
10-jaars rente (% ultimo)	2.90	3.40	3.25	3.35		3.10	2.80	2.90	3.10		3.20	3.30	3.30	3.30		3.40	3.50	3.60	3.70	
Overheidssaldo (% bbp)	Begrotingsjaar 2009/10				-6.3	Begrotingsjaar 2010/11				-6.5	Begrotingsjaar 2011/12				-5.5	Begrotingsjaar 2012/13				-4.1
Budgettair* (% bbp)					2					0.4					-1.2					-1.0
Overheidsschuld/bbp					78.7					84.3					88.0					88.1
JAPAN																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	-15.9	7.4	0.5	4.2	-5.2	4.9	0.6	1.7	1.0	2.9	1.7	2.5	2.6	2.6	1.8	2.0	2.2	2.6	2.8	2.5
CPI headline (% joj)	-0.1	-1.0	-2.2	-2.0	-1.4	-1.4	-1.0	-0.5	0.1	-0.7	0.3	0.5	0.9	1.0	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Refi-rente (% ultimo)	0.10	0.10	0.10	0.10		0.10	0.10	0.10	0.10		0.10	0.10	0.10	0.10		0.10	0.10	0.10	0.10	
3-maands rente (% ultimo)	0.66	0.46	0.29	0.21		0.20	0.20	0.30	0.30		0.30	0.30	0.40	0.60		0.70	0.70	0.70	0.70	
10-jaars rente (% ultimo)	1.34	1.36	1.30	1.30		1.35	1.40	1.40	1.50		1.60	1.70	1.75	1.90		2.00	2.00	2.10	2.10	
Overheidssaldo (% bbp)	Begrotingsjaar 2009/10				-7.4	Begrotingsjaar 2010/11				-7.7	Begrotingsjaar 2011/12				-8.5	Begrotingsjaar 2012/13				-9
Budgettair* (% bbp)					-1.1					-0.5					-0.4					0
Overheidsschuld/bbp					96.5					102					109					112
CHINA																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	6.1	7.9	9.1	10.7	8.7	11.9	11.5	10.5	10.0	11.0	8.8	9.0	9.3	9.0	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	3.2	2.6	2.0	2.5	2.0	1.9	2.5	3.0	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		2.25	2.52	2.79	2.79		2.79	2.79	2.79	2.79	
3-maands rente (% ultimo)	0.84	0.90	1.20	1.27		1.24	1.50	1.50	1.50		1.50	1.65	1.80	1.80		1.80	1.80	1.80	1.80	
10-jaars rente (% ultimo)	2.38	2.42	2.94	2.99		2.85	2.60	2.65	2.70		2.75	2.90	3.00	3.00		3.00	3.00	3.00	3.00	
Overheidssaldo (% bbp)	Begrotingsjaar 2009/10				-2.2	Begrotingsjaar 2010/11				-2.8	Begrotingsjaar 2011/12				-2.4	Begrotingsjaar 2012/13				-2.0
Budgettair* (% bbp)					N/A					N/A					N/A					N/A
Overheidsschuld/bbp					42.0					36.9					31.7					31.5
VK																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	-10.0	-2.7	-1.1	-1.8	-4.9	1.2	2.3	1.8	1.1	1.0	1.6	1.5	1.4	1.3	1.5	1.5	1.6	1.5	2.1	1.5
CPI headline (% joj)	3	2.1	1.5	2.1	2.2	3.3	3.5	3.2	2.7	3.2	2.9	2.0	2.1	2.2	2.3	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
Lending rate (% ultimo)	0.50	0.50	0.50	0.50		0.65	0.50	0.50	0.50		1.00	1.50	1.50	1.50		1.75	2.00	2.25	2.50	
3-maands rente (% ultimo)	1.70	1.19	0.54	0.60		0.65	0.75	0.70	0.80		1.30	1.70	1.70	1.80		2.10	2.30	2.60	2.70	
10-jaars rente (% ultimo)	3.3	3.8	3.58	4		3.95	3.50	3.40	3.60		3.80	4.00	4.20	4.30		4.40	4.50	4.60	4.70	
Overheidssaldo (% bbp)	Begrotingsjaar 2009/10				-11.4	Begrotingsjaar 2010/11				-10.2	Begrotingsjaar 2011/12				-8.0	Begrotingsjaar 2012/13				-5.8
Budgettair* (% bbp)					2.6					-1.4					-2.2					-1.5
Overheidsschuld/bbp					62					70.4					75.8					79.3
EUR/USD (eop)																				
EUR/USD (eop)	1.33	1.4	1.46	1.43		1.33	1.18	1.15	1.10		1.10	1.10	1.15	1.20		1.22	1.24	1.27	1.30	
USD/JPY (eop)	99	96	90	99		92	94	98	100		105	110	115	115		115	115	115	110	
EUR/CNY (eop)	6.84	6.83	6.83	6.83		6.83	6.83	6.83	6.83		6.83	6.82	6.72	6.63		6.59	6.56	6.53	6.49	

** + = 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 directeuren 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.