

Groei overschaduwd door krappere beleid

Beleidsverkrapping zal herstel volgend jaar drukken

De beurs reageerde enthousiast op de tekenen van een aanhoudend herstel. De vooruitzichten voor 2011 worden echter overschaduwd door een krappere begrotingsbeleid en strengere regelgeving voor banken.

Korte-termijnramingen voor economische groei in VS omhoog. De werkgelegenheids- en consumptiecijfers wijzen op verdere groei, maar de onderliggende problemen in de huizenmarkt blijven bestaan.

Beleidsverkrapping kan de economische groei in 2011 drukken. Het begrotingsbeleid wordt aangescherpt en strengere regelgeving en belastingen voor banken kunnen de kredietgroei beperken.

Opwaartse druk op obligatierente kan omslaan als blijkt dat een aanvankelijk agressieve verkrapping door de Fed geen voorbode is van aanhoudende rentestijgingen in 2011.

Exportgedreven herstel eurozone in het gedrang. De daling van de euro is een gunstig neveneffect van de Griekse crisis, maar de tegenwind van het begrotingsbeleid wakkert aan. Ook de strengere regelgeving voor banken is een bron van zorg, gezien het belang van banken voor de financiering in de regio.

Brits herstel hangt af van daling van de gezinsbesparingen bij dalende inkomens, beperkte kredietgroei en een krappere begrotingsbeleid.

Betere groeivooruitzichten voor Japan, maar de behoedzame houding van de BoJ duidt op voortzetting van het soepele monetaire beleid.

Valutaspanningen China-VS gedaald na een eenmalige renminbi-dollar appreciatie van 3% binnen een bredere bandbreedte per eind juni.

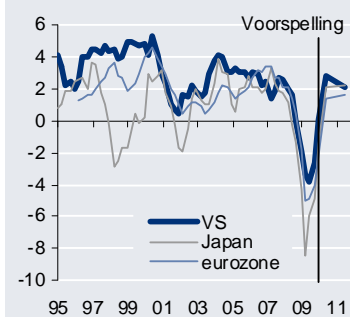
Wij blijven uitgaan van een zwakkere EUR/USD. Er zijn volop dwarsstromen op de valutamarkten deze maand, zoals de situatie in Griekenland, de Fed, de gespannen handelsrelatie VS-China en de bijeenkomst van BRIC-leiders. De euro blijft onder druk en onze nieuwe eindejaarsprognose wordt EUR 1,25.

Mark Cliffe
Global Head of Financial Markets
Research

Rob Carnell
Tim Condon
James Knightley
Chris Turner
Peter Vanden Houte

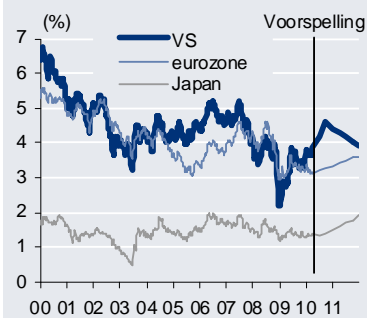
8 april 2010

G-7 effect crisis op bbp



Bron: EcoWin, voorspellingen ING

G3 10jr overheidsobligaties



Bron: EcoWin, voorspellingen ING

G3 wisselkoersen



Bron: EcoWin, voorspellingen ING

VS

Voorjaarszon....**...maar later mogelijk
bewolking door
beleidsverkrapping****Cijfers voor
werkgelegenheid en
consumptie zijn
verbeterd...****...maar huizencijfers
lijken minder sterk**

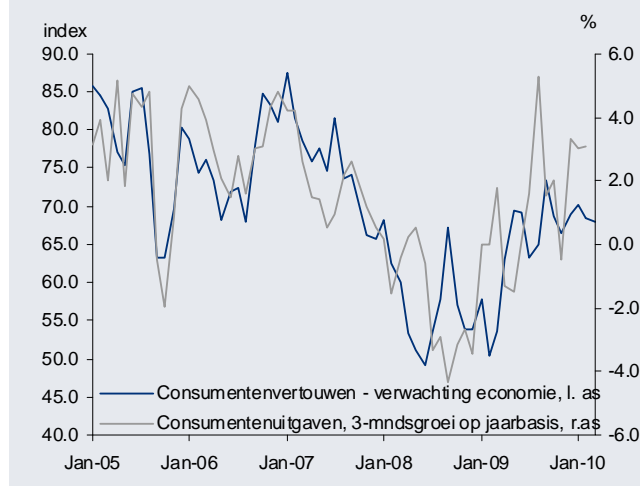
Voorlopig geniet de Amerikaanse economie van een voorjaarszonnetje. Dit komt tot uiting in de gestaag stijgende aandelenkoersen. De obligatiemarkt schets echter een ander beeld. Op grond van tekenen van aanhoudende economische groei zullen beleidsmakers mogelijk overgaan tot verkrapping van het monetaire en budgettaire beleid. In combinatie met de verwachte terugval tegen het einde van dit hersteljaar, ligt een zwakkere economische groei in 2011 in het verschiet. Dit zal zelfs het geval zijn wanneer 2010 in positieve zin verrast.

Een positief aspect is dat Larry Summers, economisch hoofdadviser van President Obama, naar aanleiding van de banengroei van 162.000 (ex agri) in maart opmerkte dat de economie dichtbij haar "escape velocity" (de snelheid waarmee de negatieve spiraal kan worden doorbroken) zat. Bovendien waren de indicatoren voor de investeringen in bedrijfsmiddelen en de consumentenbestedingen in het eerste kwartaal zeer sterk. Tot op zekere hoogte is hier sprake van een "dead cat bounce" (een kortstondige opleving voordat de daling wordt hervat), met name wat betreft de investeringen in bedrijfsmiddelen. Al met al wijzen de cijfers echter op een bbp-groei van rond 2,5%-3% in het eerste kwartaal van 2010.

In tegenstelling tot de gegevens over de consumptieve bestedingen wijzen de vertrouwenscijfers echter nog steeds op een reële groei van de bestedingen van slechts circa 1%. Bovendien zijn de cijfers over de bouw en verkoop van woningen zeer zwak. In maart werd een onverwacht positieve ontwikkeling van de huizenprijzen gemeld, maar in deze tijd van het jaar zijn dergelijke cijfers notoir onbetrouwbaar. Cijfers over april en zelfs mei zijn nodig voor een nauwkeurig beeld van de situatie in deze markten.

Fig 1 Gemengde berichten over de woningmarkt

Bron: EcoWin

Fig 2 Dichotomie vertrouwen/consumptie

Bron: EcoWin

Huizencijfers zijn nog steeds cruciale inputgegevens voor de groeivoorzichten, omdat zij informatie geven over beslissingen ten aanzien van de gezinsbesparingen alsook over de kracht van de financiële sector en derhalve de kredietverlening.

**Mogelijke rem op groei,
onder meer door
herkapitalisatie van
financiële sector**

Wij verwachten dat het eerste kwartaal van 2010 sterkere cijfers zal laten zien dan het tweede kwartaal. Dit vormt tevens de aanzet tot een verdere daling van de bedrijvigheid in 2011. Op dit moment is het waarschijnlijk beter niet te lang meer stil te staan bij 2010 en meer te gaan kijken naar 2011.

De herkapitalisatieplannen van banken, of die nu het gevolg zijn van een beslissing ingevolge Basel III of van de aanstaande regulering van de bankensector door het Amerikaanse ministerie van Financiën, zullen een rem zetten op de economische groei. In een recente toespraak zei minister van Financiën Geithner dat financiële hervorming uit noodzaak is geboren en een rechtvaardige ‘oorlog’ is. In zijn woorden: *“financial reform is not a war of choice; it is a war of necessity. And to use the language of theology, this is a just war. The great strength of America has always been that in times of crisis we come together, we act forcefully, and we emerge stronger than before”*.

Een “oorlog tegen banken” maakt herstel niet gemakkelijker – ook al worden hiermee stemmen gewonnen

De “oorlog tegen banken” is kennelijk net begonnen. Dit voorspelt een verontrustend agressieve aanpak van de hervorming van de financiële sector, met op zijn minst een opbouw van kapitaalbuffers. De bijzonderheden moeten nog worden ingevuld, maar wij kunnen ervan uitgaan dat banken tientallen miljarden dollars moeten halen uit ingehouden winsten, claimemissies en uitgiftes van schuld papier om hun vermogenspositie te versterken. In de tussentijd zal hun capaciteit om krediet te verlenen druk (blijven) staan.

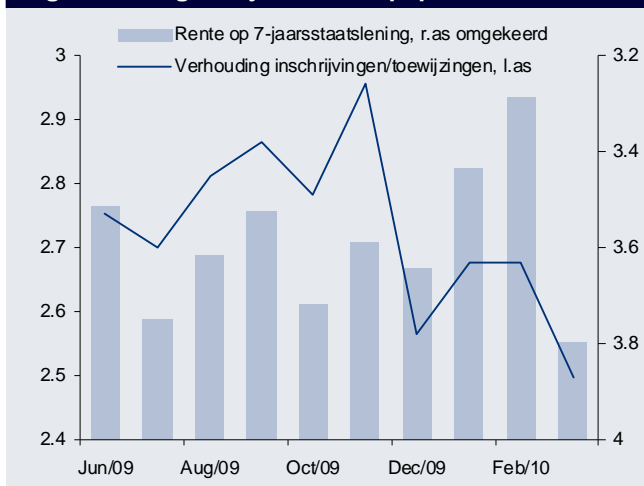
Financieel klimaat is nu fractioneel beter, maar kan verslechteren

Met de kredietverlening gaat het nu eindelijk, zij het zeer geleidelijk, de goede kant op, ten minste wat leningen aan bedrijven betreft. De particuliere kredietverlening blijft aan de magere kant. Het financiële klimaat is nog steeds uitzonderlijk krap. Als er verdere eisen aan de bankbalansen worden gesteld, kan dat leiden tot een stilstand of slechts een zeer trage groei van de kredietverlening. Het mkb, de banenmotor in de opgaande fase van de economie, is sterk afhankelijk van bancaire kredietverlening en kan daardoor de groei aangetast zien.

Rendement op overheidsobligaties staat eveneens onder druk

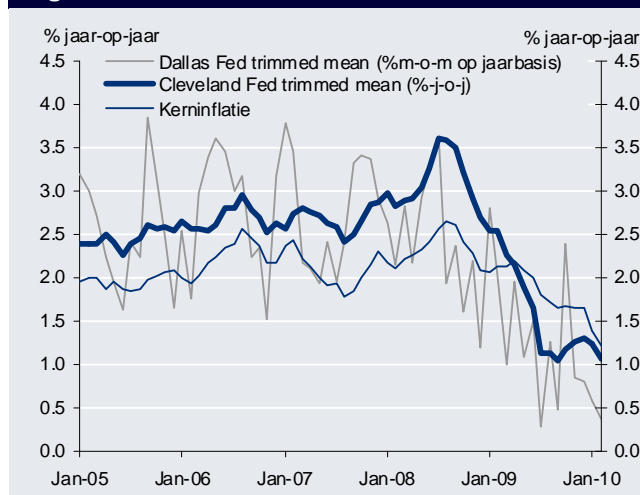
Een verkrapping van het financiële klimaat kan ook uit een andere bron voortkomen. De recente veilingen van Amerikaans staatspapier leverden een slecht resultaat op. Een lage verhouding tussen inschrijvingen en toewijzingen, lage indirecte inschrijvingen en “fat tails” (extreme uitslagen) wijzen op een markt die indigestie begint te krijgen van het enorme aanbod van overheidsobligaties. Sommige institutionele beleggers hebben een grotere voorkeur voor bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit. Deze bieden naar hun mening een beter rendement met weinig extra risico vergeleken met de laagrenderende sector van staatsobligaties, die gebukt gaat onder de zware schuldenlast van nationale overheden.

Fig 3 Veilingen 7-jaars staatspapier



Bron: Ministerie van Financiën, ING

Fig 4 Enkele alternatieve inflatiemaatstaven



Bron: EcoWin

**Budgettaire beleid wordt
in begrotingsjaar 2011
fors aangescherpt**

Het toenemende rendement op staatsobligaties, de aanhoudende economische groei en de politieke druk om het begrotingstekort aan te pakken duiden erop dat de regering Obama de plannen om de begrotingsteugels aan te halen waarschijnlijk zal doorzetten. Gemeten naar conjunctureel gecorrigeerde saldo zou de verkrapping van de federale begroting in het volgende begrotingsjaar kunnen uitkomen op 1,3% van het bbp. Deze tegenwind voor de economische groei zal de komende tijd waarschijnlijk verder aan kracht winnen.

**Massale verkoop van
staatspapier kan in 2011
omslaan**

Gevoegd bij een uitzonderlijk gunstige ontwikkeling van de inflatie, zowel wat de kerninflatie als de totale inflatie (incl. voeding en energie) betreft, maken de zwakkere groeivoorzichten het moeilijker om de voorspelling te onderbouwen dat de Fed de monetaire noodmaatregelen verder zal intrekken. Ook al verliep de monetaire verkrapping in de eerste fases sneller dan de consensus verwachtte, toch gaan wij er nu vanuit dat deze in het tweede kwartaal van 2011 tot stilstand zal komen. De rendementen op obligaties, die vooruitlopend op de eerste verhoging in het vierde kwartaal van 2010 op grote schaal zullen zijn verkocht, kunnen weer terugvallen zodra de realiteit van gematigde economische groei en inflatie in 2011 tot beleggers doordringt.

Rob Carnell, Londen

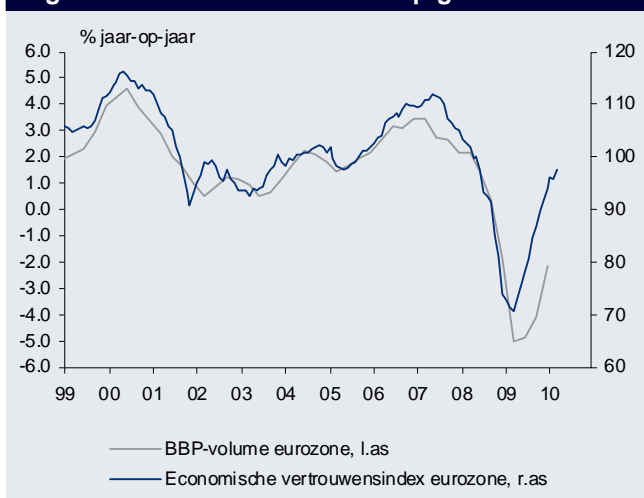
Eurozone

**Eurozone toont zowel
herstel..**

De economie van de eurozone toont op dit moment vele gezichten. Dit maakt de economische vooruitzichten kwetsbaar voor een plotselinge omslag in het sentiment. Enerzijds is de economie aan een sterk exportgedreven herstel begonnen. Maar tegelijkertijd is de interne divergentie toegenomen, met Griekenland als de spreekwoordelijke kanarie in de kolenmijn. Bovendien ligt er een enorme budgettaire inkrimping in het verschiet, terwijl ook een strengere regulering van de bancaire sector ten koste kan gaan van de economische groei in de komende jaren. Deze schizofrene situatie zou de ECB ertoe kunnen brengen om gedurende een langere periode dan wij eerder verwachtten een expansief monetair beleid te blijven volgen.

**..als een toenemende
divergentie**

Fig 5 EU-16: vertrouwen en bbp-groei



Bron: Datastream

Fig 6 Kredietcyclus en monetair beleid van de ECB



Bron: Datastream

**Voorlopig weinig
besmetting vanuit
Griekenland**

Hoewel Griekenland in een diepe recessie verkeert in de nasleep van een ongekende budgettaire verkrapping, zijn de financiële perikelen van dit land nauwelijks van invloed geweest op de andere landen van de eurozone.

Zowel de PMI-indicatoren als de stemmingsindicatoren van de Europese Commissie hebben hun opwaartse trend in maart voortgezet. Bovendien is besmetting naar andere landen met een hoge schuldenlast tot nu toe beperkt gebleven. De PMI-index toonde in maart een aantrekkende groei in zowel de Ierse als de Spaanse verwerkende industrie.

Groeiaanjagers zijn de export en de voorraden..

Het economisch herstel is nog steeds sterk afhankelijk van het exportsaldo. De component nieuwe exportorders in het PMI-rapport van maart over de verwerkende industrie is tot het hoogste niveau in 10 jaar gestegen. Tegelijkertijd wijzen alle indicatoren op historisch lage voorraadniveaus, hetgeen in de komende kwartalen een stimulans zou moeten geven aan de productie.

...terwijl de consumptie achterblijft

Hoewel de werkgelegenheidsindicatoren in de jongste enquête van de Europese Commissie duiden op een naderende omslag op de arbeidsmarkt, blijft de consument zeer behoedzaam. Daarnaast valt de stimulans, die voortkwam uit de autosloopregelingen, weg. De Duitse autoverkopen zijn in maart meer dan 20% gedaald ten opzichte van een jaar geleden, terwijl de Franse autoverkopen in het eerste kwartaal een daling op kwartaalbasis te zien gaven.

Groei in 2011 beperkt door aanhalen budgettaire teugels.

Op basis van de huidige economische indicatoren hebben wij vertrouwen dat de opleving van de Europese conjunctuur op schema blijft, al moeten wij toegeven dat enkele factoren het tempo van het herstel kunnen vertragen, met name in 2011. Het begrotingsbeleid, bijvoorbeeld, wordt volgend jaar waarschijnlijk veel restrictiever. De huidige stabiliteitsprogramma's gaan uit van een verlaging van het structurele begrotingstekort in 2011 met 1,2 procentpunt van het bbp tegen een verruiming met 0,6 procentpunt dit jaar.

...en strengere bancaire regelgeving

Tegelijkertijd zijn wij enigszins bezorgd over de nieuwe kapitaalvereisten voor de bankensector. Hoewel er nog veel onbekende factoren zijn, laten de eerste impactstudies van Bazel III een aanzienlijk negatief effect zien op de Europese economische groei, omdat de economie van de EU-16 sterk afhankelijk is van bancaire financiering. Al kunnen dit effecten op de lange termijn zijn en kan er enige substitutie van financiering via de markt plaatsvinden, toch willen wij dit ten minste voor een deel al incalculeren in de groeivoorzichten voor 2011. Hoewel onze prognose van een jaar-op-jaar groei van 1,7% in 2011 iets boven die van 1,4% voor 2010 blijft, betekent dit een geleidelijke afname van de kwartaalgroei vanaf het tweede kwartaal van 2010 (zie tabel 1, pagina 13).

Met een te verwaarlozen inflatierisico..

Inmiddels hebben wij onze inflatieprognose voor dit jaar verlaagd naar 1,3% en voor volgend jaar naar 1,4%. Dit lijkt misschien vreemd gezien de voorlopige inflatieraming van 1,5% voor maart, die boven de consensus lag. Wij zijn echter van mening dat dit het gevolg is van tijdelijke effecten, omdat de onderliggende inflatie nog steeds terugloopt. In Duitsland schommelt de kerninflatie thans rond 0,5%, waardoor de EU-16 landen die hun concurrentiekracht willen herstellen, zich gedwongen zien tot regelrechte deflatie.

..kan de ECB de rente laag houden..

...om potentiële financiële spanningen tegen te gaan...

Nu de inflatierisico's nog steeds gematigd zijn, is de ECB wellicht geneigd een ruim monetair beleid te blijven voeren om verheving van de financiële spanningen als gevolg van de toenemende divergentie binnen de eurozone te voorkomen. Omdat het bancaire stelsel in sommige zwakkere landen sterk afhankelijk blijft van financiering door de ECB, kan een vroegtijdige verkrapping inderdaad leiden tot hernieuwde financiële onrust. Uit de aankondiging door de ECB dat zij de onderpandregels wil wijzigen om Griekenland tegemoet te komen, blijkt dat de bank niet ongevoelig is voor financiële (in)stabiliteit.

...aangezien de Griekse problemen nog voortduren

Bovendien lost het communiqué van de Europese top over de problemen in Griekenland niet veel op. Het biedt een vangnet maar helpt Griekenland in feite niet om uit de huidige schuldschroef te geraken. Er wordt immers geen financiering tegen lagere rente verstrekt. Met andere woorden, de onrust rondom Griekenland zal nog wel enige tijd aanhouden. Alles in aanmerking genomen, hebben wij daarom besloten de eerste verhoging van de refi-rente in ons scenario naar het tweede kwartaal van 2011 te verschuiven, waarschijnlijk in de vergadering van april. Aangezien de liquiditeit de komende tijd naar verwachting overvloedig zal blijven, zal het opwaarts potentieel voor de obligatierendementen beperkt blijven.

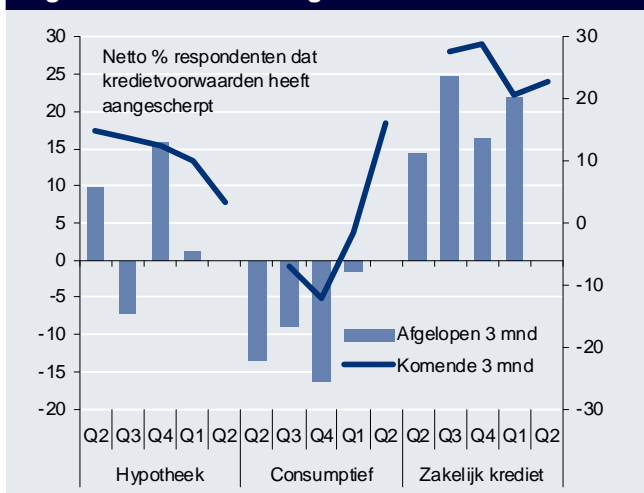
Het herstel van de Britse groei is ongelijk verdeeld

Peter Vanden Houte, Brussel

Verenigd Koninkrijk

Voorlopige indicatoren, zoals de inkoopmanagersindices, wijzen op een krachtige groei in het Verenigd Koninkrijk. Wij blijven echter waarschuwen dat dergelijke indices niet het hele verhaal vertellen. De inkoopmanagersindices zijn vooral gebaseerd op de gang van zaken bij grotere ondernemingen, die een betere toegang hebben tot krediet en internationaler georiënteerd zijn. Uit de uitkomsten van enquêtes met een bredere basis, zoals die van de Britse kamer van koophandel, kan echter worden opgemaakt dat de groei aanzienlijk minder robuust is. Dit komt doordat kleinere, op de binnenlandse markt gerichte bedrijven het nog steeds moeilijk hebben.

Fig 7 Kredietomstandigheden



Bron: Bank of England Credit Conditions Survey

Fig 8 Kredietgroei



Bron: EcoWin

Fundamentele situatie blijft zwak en kredietverlening door banken kan afnemen

Bovendien zal de fundamentele economische situatie verder verslechteren. Gezinnen zullen hun inkomen mogelijk zien dalen door de beperkte loongroei, de toenemende werkloosheid en belastingverhogingen. Hoewel uit cijfers kan worden afgeleid dat de beschikbaarheid van krediet verbeterd, komt dit nog niet tot uiting in de feitelijke kredietcijfers. De situatie zou zelfs nog kunnen verslechteren, omdat Britse banken nog steeds kampen met de naweeën van de *customer funding gap*, d.w.z. het gat tussen de klanttegoeden en de verleende kredieten, waardoor banken geld hebben aangetrokken in de wholesalemarkt om hun kredietverleningscapaciteit te vergroten. De Bank of England heeft steun geboden met het Special Liquidity Scheme, maar dit loopt in principe volgend jaar af, waardoor de druk op banken om de balans te verkorten en vermogen aan te trekken zal toenemen. Hierdoor kan de beschikbaarheid van krediet op middellange termijn in het gedrang komen.

**Bestedingsgroei alleen
mogelijk bij verminderde
vermogensvorming**

De spaarquote van gezinnen is al aan het dalen en een positieve bestedingsgroei is dit jaar en volgend jaar alleen mogelijk als deze spaarquote nog verder naar beneden gaat. Gegeven de kredietsituatie zal dit waarschijnlijk vooral gebeuren doordat gezinnen minder vermogen opbouwen.

**Budgettaire verkrapting
zal neerwaartse risico's
vergroten...**

De zwakke begrotingstoestand zal de neerwaartse risico's voor de groei versterken. De overheidsbestedingen zullen fors worden teruggesnoeid, waardoor ook banen in de publieke sector op de tocht komen te staan en de vooruitzichten voor de consumentenbestedingen verder verslechteren. De algemene verkiezingen op 6 mei zullen bepalend zijn voor het tempo waarin het Britse begrotingstekort wordt teruggedrongen: de nu in de oppositie zittende Conservatieve Partij is voorstander van een agressiever aanpak dan de zittende Labourpartij. Uitspraken van politici geven echter aan dat in 2011 een serieus begin wordt gemaakt met beleidsverkrapting. Ratinginstituten zullen de ontwikkelingen nauwgezet volgen. Omdat de dreiging van een verlaging van de Britse creditrating heel reëel is gezien de ongerustheid over de begrotingspositie van het land, zouden de obligatierendementen, die tot dusver opvallend laag zijn gebleven, wel eens sterk kunnen gaan oplopen.

**... waardoor het
monetaire beleid
waarschijnlijk slechts
beperkt zal worden
verkapt**

De inflatie zal in de komende twee jaar meestal boven het streefniveau blijven, maar dit zal de Bank of England waarschijnlijk geen al te grote zorgen baren. Voor een groot deel is dit immers het gevolg van de verwachte BTW-verhogingen. Gegeven de enorme overcapaciteit binnen de Britse economie, vooral op de arbeidsmarkt, zal de onderliggende inflatedruk waarschijnlijk gering blijven. Omdat het restrictievere begrotingsbeleid naar verwachting de groei zal drukken, zal de BoE een soepel monetair beleid blijven voeren. Het risico van een "double dip" is in het Verenigd Koninkrijk evenwel groter dan in enig ander G7-land. Verdere beleidsstimulansen kunnen derhalve niet worden uitgesloten (via een uitbreiding van de Asset Purchase Facility) en mogelijk zullen de autoriteiten pas volgend jaar serieus een renteverhoging gaan overwegen.

James Knightley, Londen

Japan

Nadat de economische productie tussen het tweede kwartaal van 2008 en het eerste kwartaal van 2009 was gedaald met 8,4%, is de groei in Japan sterk aangetrokken onder invloed van de toenemende export. Voorlopende indicatoren geven aan dat het herstel nog wel zes maanden kan aanhouden.

**Cyclisch herstel is
ingezet**

Ondanks duidelijke tekenen van een cyclisch herstel blijft het ondernemerssentiment zwak en geven enquêtes aan dat bedrijven nog steeds terughoudend zijn in hun omzet- en investeringsprognoses. Bedrijven verwachten dat de omzet in het boekjaar 2010 op jaarbasis met bijna 2% zal stijgen en dat de inkomsten uit export met 4,8% zullen toenemen. Grotere bedrijven verwachten een iets hogere omzetgroei van ongeveer 3%, waarbij de verwerkende industrie een sterkere omzetonwikkeling verwacht dan de dienstensector. Bedrijven betwijfelen of het omzetherstel ook na augustus nog zal aanhouden. Na een sterke daling van de bedrijfsresultaten in het boekjaar 2009 wordt voor het totale bedrijfsleven een winststijging van 22% verwacht. Daarbij wordt voor de verwerkende industrie uitgegaan van een stijging van 51% terwijl in de dienstensector de winststijging beperkt zal blijven tot 9%. De zwakke winstverwachtingen zijn voor een groot deel te wijten aan de verwachting dat de kracht van de yen zal aanhouden. Voor de USD/JPY wordt voor 2010 een gemiddelde koers van 91,25 verwacht.

BoJ en overheid stimuleren een zwakke yen

De Japanse overheid en de centrale bank stimuleren actief een verzwakking van de yen. ING verwacht dat de USD/JPY in de komende maanden zal afzakken naar 100 en dat dit gepaard zal gaan met een opwaartse bijstelling van de omzet- en winstprognoses van bedrijven.

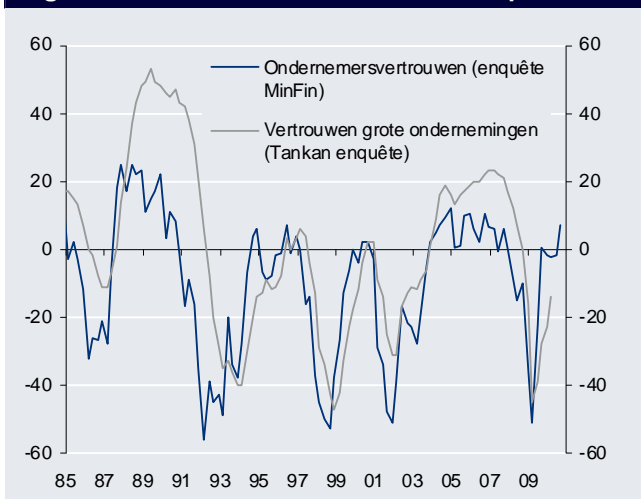
Investeringsplannen blijven zich zwak ontwikkelen

Ondanks een verwachte toename van de kasstromen melden alle bedrijven dat zij van plan zijn hun investeringen in 2010 te verlagen met tussen de 4 en 6% op jaarbasis (-1,3% exclusief grondaankoop). De terughoudende investeringsplannen zijn toe te schrijven aan het feit dat de zich inmiddels herstellende rentabiliteitspercentages waren gedaald tot het laagste niveau in ongeveer 50 jaar, aan de geringe capaciteitsbezetting in de verwerkende industrie en aan het feit dat dienstverlenende bedrijven tijdens de neergang overtollig personeel hebben aangehouden.

Groei prognoses voor 2010 zijn verhoogd

Economen hebben hun gemiddelde bbp-prognoses voor 2010 verhoogd van 1,5% naar 1,9%. De groeiprognose van ING was de afgelopen maanden een van de meest optimistische en onze meest recente prognose voor 2010 bedraagt 2,1%. Wij denken dat de groei in het eerste halfjaar van 2010 zal uitkomen op gemiddeld 1,5% op jaarbasis, vooral dankzij de netto export en de overheidsstimulansen die steun bieden aan de consumptie. In het tweede halfjaar zal de groei naar verwachting versnellen tot 2,3% op jaarbasis, doordat de verbeterde inkomenssituatie van gezinnen leidt tot een toename van de consumptieve bestedingen. Een voorwaarde hiervoor is dat de opgaande lijn van de export verder doorzet en dat de verbetering van de werkgelegenheid verder wordt uitgebouwd. Na 2010 is continuering van een positief onderling verband tussen de economische bedrijvigheid, de winstontwikkeling en de arbeidsinkomsten een voorwaarde voor duurzame groei.

Fig 9 MinFin vs Uitkomsten Tankan enquête



Bron: EcoWin

Fig 10 Werkgelegenheid vs. industriële productie



Bron: EcoWin

Structurele toestand economie blijft slecht

Hoewel de nood situatie binnen de Japanse economie voorbij is, blijft de structurele toestand van de economie slecht. Onder andere de hoge overheidsschuld en de ongunstige demografische ontwikkeling vormen een probleem. De winstgevendheid in de verwerkende industrie bevindt zich nog steeds rond het laagste niveau in 50 jaar. Bedrijven en gezinnen blijven hun liquiditeiten oppotten. De dienstensector heeft nog steeds te veel personeel. In juni presenteert het ministerie van Financiën zijn strategie om op de middellange termijn een duurzame begrotingssituatie te bewerkstelligen. Minister van financiën Kan heeft aangegeven dat deze strategie waarschijnlijk een groei doelstelling van 3% voor het nominale bbp zal omvatten en dat de Japanse centrale bank (BoJ) een scherpere inflatiedoelstelling van 1% op basis van de CPI opgelegd zal krijgen.

BoJ kan zich een te sterke versoepeling veroorloven

In maart besloot de BoJ om de looptijd van het leningenprogramma tegen een vast tarief en op basis van gepoolde zekerheden te verlengen. De totale hoeveelheid krediet die beschikbaar wordt gesteld, is hiermee verdubbeld naar JPY 20 biljoen. Deze faciliteit houdt in dat de Japanse centrale bank leningen aan banken aanbiedt op basis van diverse soorten zekerheden voor maximaal drie maanden tegen het daggeldtarief van 0,1%. De operatie heeft tot doel de langere rente voor zakelijke kredietnemers te verlagen. De BoJ kan zich dit soepele beleid veroorloven aangezien de deflatie op jaarbasis ongeveer 2% bedraagt, de output gap overeenkomt met 5% van het potentiële bbp en de yen hardnekkig overgewaardeerd blijft. De stap is in overeenstemming met de verklaring van de BoJ dat zij chronisch inflatie niet zal tolereren en met het belang dat de overheid hecht aan een zwakkere yen als onderdeel van haar reflatiestrategie. Slechts een sterke afname van het vertrouwen van particuliere beleggers in Japanse staatsleningen zou de BoJ ertoe bewegen de huidige aanpak los te laten.

Lindsay Coburn (onafhankelijk adviseur ING)

China

Premier Wen verdedigt renminbi-beleid

De afgelopen maand was het wisselkoersbeleid ten aanzien van de renminbi het belangrijkste thema. Premier Wen heeft het Chinese wisselkoersbeleid krachtig verdedigd tijdens de afsluitende persconferentie van zijn Nationale Volkscongres. Hij wees de bewering dat de renminbi ondergewaardeerd is en bijdraagt aan de wereldwijde onevenwichtigheden van de hand.

De angst voor een handelsoorlog tussen China en de VS...

Door zijn opmerkingen is de discussie met de VS verhit geraakt en de temperatuur werd verder opgedreven door de dreiging van het binnenkort bekend te maken rapport van het Amerikaanse ministerie van Financiën over valutapraktijken - het *manipulator report*. Eind maart was de angst voor een handelsoorlog tussen de VS en China even groot als in 2005, waarna China besloot haar valuta beheerst te laten zweven. Het aanstaande bezoek van president Hu aan Washington voor het bijwonen van de nucleaire top heeft de gemoederen iets doen bedaren.

...is iets afgenomen**Compromis is mogelijk**

Aangezien Amerika graag de medewerking van China wil met betrekking tot Iran en China geïnteresseerd is in een overstap naar een meer marktconform wisselkoersmechanisme, lijken compromissen mogelijk. Wij gaan er nog steeds vanuit dat Beijing de bandbreedte voor de koers van de renminbi ten opzichte van de dollar, die nu nog 0,5% bedraagt, eind juni gelijk zal maken aan de bandbreedte die wordt toegepast voor de onderlinge wisselkoers met niet-dollarvaluta's, namelijk 3%. Wij verwachten dat de renminbi hierdoor eenmalig met 3% zal stijgen naar de bovenkant van de bandbreedte. Wij denken dat ook andere Aziatische valuta's in waarde zullen stijgen, met maximaal hetzelfde percentage als de renminbi. De appreciatie van de renminbi houdt een monetaire verkrapping in, die negatief is voor de wereldwijde groei. Wij denken dat toegenomen ongerustheid over de groei zal leiden tot een stijging van de dollar (zie hieronder).

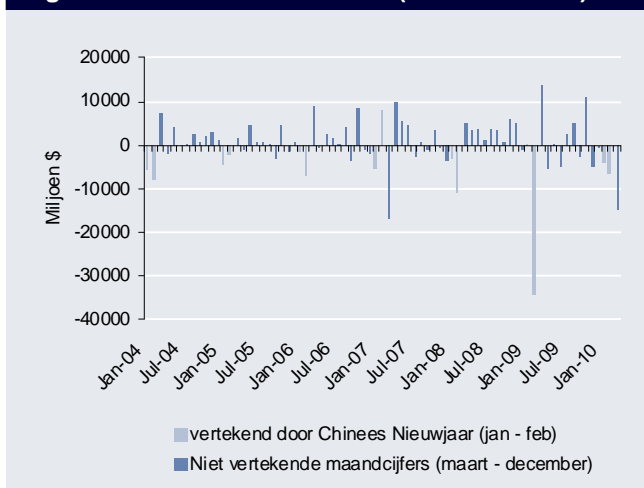
Een handelstekort in maart...

Gegeven de verklaring van premier Wen dat de Chinese handelsbalans in maart een tekort van USD 8 miljard zal vertonen, zullen de handelscijfers het interessantste onderdeel zijn van de Chinese economische cijfers over maart die later deze maand bekend worden gemaakt. De negatieve omslag van USD 15 miljard op maandbasis zou de op één na grootste ooit zijn in een niet door het Chinese nieuwjaar vertekende maand (figuur 11).

... is mogelijk

De omvang van de omslag werpt de vraag op waar het tekort vandaan kan komen. Het cumulatieve handelsoverschot is in de driemaandsperiode van december tot en met februari ten opzichte van voorgaande kwartaal met USD 15,8 miljard afgenomen naar USD 40,2 miljard. Hiervan kwam USD 9,7 miljard voor rekening van grondstoffen en USD 4,1 voor rekening van elektronica - kantoorapparatuur en mobiele telefoons - en was USD 3,6 miljard toe te schrijven aan "niet elders geclassificeerde grondstoffen". In alle gevallen was de oorzaak een ongewoon sterke toename van de import. Tegenwicht werd vooral geboden door een positieve omslag van de netto export van staal en staalproducten van USD 2,5 miljard.

Fig 11 China: handelsbalans (m-o-m mutatie)



Schatting 10 maart op basis voorspelling PM Wen. Bronnen: CEIC, ING

Fig 12 China: handelsbalans



Bronnen: CEIC, ING

Handelsoverschot zal in 2010 waarschijnlijk weer afnemen

Steenkool en sojabonen verklaren de forse stijging van de grondstoffeninvoer. De gestegen invoer van steenkool was te wijten aan de strenge winter en die van sojabonen lijkt voort te komen uit een herstel na de sterke daling in september-november. Voor de andere segmenten die verantwoordelijk waren voor de negatieve ontwikkeling van de handelsbalans, kunnen wij geen vergelijkbare eenmalige oorzaken aangeven. Wij denken dan ook dat de importgroei zich daar zal voortzetten. Wij verwachten dat het handelsoverschot voor het gehele jaar zal slinken naar USD 124 miljard, vergeleken met USD 196 miljard in 2009 (figuur 12). Volgens ons bestaat er een neerwaarts risico voor de consensusprognose (USD 200 miljard volgens de maart-editie van Consensus Economics).

Weinig redenen om positief te zijn over Aziatische valuta's

De diversificatie van de Chinese valutareserves biedt al een aantal maanden steun aan de euro. Wij denken dat een neerwaartse bijstelling van de prognoses voor het Chinese handelsoverschot deze steun zal doen afnemen. Positief sentiment ten aanzien van de euro en de hoop op een revaluatie van de renminbi zijn de belangrijkste argumenten geweest voor de positieve verwachtingen met betrekking tot de Aziatische valuta's exclusief de yen. Gezien onze prognose voor de renminbi en onze verwachtingen voor het Chinese handelsoverschot gaan deze argumenten niet langer op.

Tim Condon, Singapore

Valutamarkten

Wij hebben tijdens deze volatiele periode een voorkeur voor de dollar

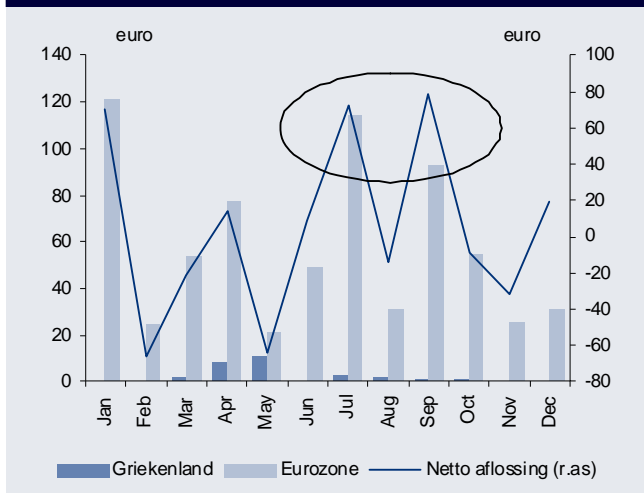
De komende maand zal voor de valutamarkten waarschijnlijk de nodige turbulentie met zich meebrengen, gegeven de enorme verscheidenheid aan elkaar tegenwerkende bewegingen. Het Griekse probleem is nog steeds niet opgelost en het ziet er niet naar uit dat Duitsland haar starre opstelling zal loslaten totdat de Duitse regionale verkiezingen van begin mei achter de rug zijn. Het Amerikaanse groeiverhaal blijft onduidelijk maar eind april zou de Fed misschien kunnen afstappen van haar streven om de beleidsrente gedurende langere tijd laag te houden. Op 15 en 16 april komen de leiders van de BRIC-landen bijeen in Brazilië, wat ongetwijfeld zal leiden tot nieuwe discussie over alternatieven voor de Amerikaanse dollar als reservevaluta.

En ook het halfjaarlijkse valutarapport van het Amerikaanse ministerie van Financiën, waarvan de publicatie (oorspronkelijk gepland voor 15 april) is uitgesteld, kan de spanningen op handelsgebied verergeren als China wordt aangemerkt als valutamanipulator. Al met al geven wij tijdens deze volatiele periode de voorkeur aan de Amerikaanse dollar en hebben wij onze EUR/USD prognose verlaagd.

De Griekse problemen reiken verder dan kortetermijnspeculatie...

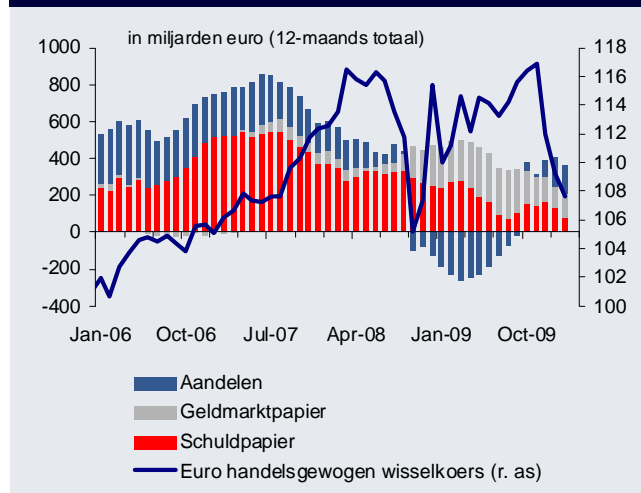
Naar onze mening kent de markt terecht een aanzienlijke risicopremie toe aan de euro vanwege de gebeurtenissen in Griekenland. De speculatieve kortetermijnmarkt heeft ongetwijfeld een aanzienlijke shortpositie in de euro, zoals blijkt uit de positionering in futures op de IMM. De Griekse problemen reiken echter veel verder dan speculatie op de korte termijn en zijn ook van invloed op de beleggingsvoorkeuren op middellange termijn. Wij merken in dit verband op dat de buitenlandse vraag naar schuldpapier uit de eurozone in de afgelopen twee jaar sterk is gedaald. Na een piek van EUR 550 miljard (12-maandsbedrag) in de zomer van 2007 is de buitenlandse vraag naar leningen uit de eurozone gedaald naar slechts EUR 80 miljard in januari. Wij houden er bovendien rekening mee dat omvangrijke netto aflossingen van obligatieleningen uit de eurozone in juli en augustus van dit jaar internationale beleggers de gelegenheid zouden kunnen bieden om hun belangen in de eurozone te verminderen. Wij hebben onze EUR/USD prognose voor het einde van het jaar verlaagd van 1,30 naar 1,25.

Fig 13 Aflossingen obligaties eurozone, 2010



Bron: ING Debt Strategy team

Fig 14 Buitenlandse vraag naar eurozone-leningen daalt



Bron: ECB, ING

***Wij vermoeden dat er
geld vanuit de eurozone
wegstroomt naar
Zwitserland***

Een ander aspect in dit verband is dat er volgens ons op dit moment mogelijk geld vanuit de eurozone wegstroomt naar Zwitserland. De valutareserves van de Zwitserse centrale bank groeiden in februari met EUR 11 miljard als gevolg van haar pogingen steun te bieden aan de EUR/CHF. Wij denken dat de EUR/CHF zal dalen naar 1,35.

***Onze USD/JPY
prognose is een van de
meest optimistische in
de markt***

De vooruitzichten voor de Amerikaanse dollar blijven wisselend. Wij denken nog steeds dat de verhoging van het Fed funds rate van 0 naar 1,75% zal leiden tot een dollarrally van 5-10%. Wanneer dit precies gebeurt, is moeilijk te voorspellen, maar een verandering in de verklaring van het FOMC (mogelijk al deze maand) en het onttrekken van overtollige liquiditeit (eind tweede kwartaal/derde kwartaal) kunnen de aanzet geven tot een stijging van de dollar. Op basis van deze visie is onze USD/JPY prognose een van de meest optimistische in de markt. Een afvlakking van de Amerikaanse yieldcurve, de verwachting dat de BoJ door de politiek gedwongen wordt om in de aanloop naar de verkiezingen in juli een soepeler monetair beleid te voeren en een daling van de Japanse reële rente door een geleidelijk oplopend prijsniveau pleiten alle voor onze prognose dat de USD/JPY in het derde kwartaal van 2010 zal uitkomen op 100.

Chris Turner, Londen

Tabel 1 ING voorspellingen

	2008					2009					2010F					2011F				
	K1	K2	K3	K4	FY	K1	K2	K3	K4	FY	K1	K2	K3	K4	FY	K1	K2	K3	K4	FY
VERENIGDE STATEN																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	-0.7	1.5	-2.7	-5.4	0.4	-6.4	-0.7	2.2	5.6	-2.4	3.1	2.7	2.2	2.1	2.8	1.9	1.9	1.8	1.8	2.1
CPI headline (% joj)	4.2	4.4	5.2	1.5	3.8	-0.1	-1.2	-1.3	1.5	-0.3	2.5	2.5	2.1	1.8	2.2	1.8	1.8	1.9	2.0	1.9
Federal funds (% ultimo)	2.25	2.00	2.00	0.25		0.00	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00	0.00	1.00		1.50	1.75	1.75	1.75	
3-maands rente (% ultimo)	2.70	2.79	4.05	1.42		1.50	0.60	0.29	0.25		0.30	0.40	0.60	1.30		1.80	1.90	1.90	2.10	
10-jaars rente (% ultimo)	3.41	3.97	3.82	2.21		2.60	3.80	3.30	3.79		3.90	4.20	4.60	4.40		4.30	4.20	4.00	3.90	
EUROZONE																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	3.2	-1.2	-1.6	-7.4	0.5	-9.5	-0.5	1.7	0.5	-4.0	1.0	3.0	1.5	1.8	1.4	1.7	1.5	1.2	1.4	1.7
CPI headline (% joj)	3.4	3.6	3.8	2.3	3.3	1.0	0.2	-0.4	0.5	0.3	1.0	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2	1.4	1.5	1.5	1.4
Refi-rente (% ultimo)	4.00	4.00	4.25	2.50		1.50	1.00	1.00	1.00		1.00	1.00	1.00	1.00		1.00	1.25	1.50	1.75	
3-maands rente (% ultimo)	4.70	4.85	5.28	2.96		1.50	1.30	0.80	0.65		0.65	0.80	0.90	1.00		1.30	1.60	1.80	2.10	
10-jaars rente (% ultimo)	3.90	4.50	3.80	2.95		2.90	3.40	3.25	3.35		3.10	3.20	3.25	3.30		3.40	3.50	3.60	3.60	
JAPAN																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	3.8	-5.2	-4.3	-11.4	-1.2	-12.3	5.2	0.0	4.6	-5.1	1.0	2.1	2.8	1.8	2.1	2.5	2.1	2.1	2.1	2.2
CPI headline (% joj)	1.0	1.4	2.1	1.0	1.4	-0.1	-1.0	-2.2	-2.0	-1.4	-1.2	-0.7	-0.2	0.4	-0.4	0.5	0.7	0.9	1.0	0.8
BoJ deposit rate (% ultimo)	0.50	0.50	0.50	0.10		0.10	0.10	0.10	0.10		0.10	0.10	0.10	0.10		0.10	0.10	0.30	0.30	
3-maands rente (% ultimo)	0.90	0.98	0.96	0.77		0.66	0.46	0.29	0.21		0.30	0.30	0.30	0.30		0.30	0.40	0.50	0.60	
10-jaars rente (% ultimo)	1.29	1.60	1.46	1.17		1.34	1.36	1.30	1.30		1.35	1.35	1.40	1.50		1.60	1.70	1.75	1.90	
CHINA																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	10.6	10.1	9.0	6.8	9.6	6.1	7.9	9.1	10.7	8.7	11.5	12.0	10.8	10.0	11.0	9.3	9.7	10.0	11.0	10.0
CPI headline (% joj)	8.0	7.8	5.3	2.5	5.9	-0.6	-1.5	-1.3	0.7	-0.7	2.5	3.2	2.6	2.0	2.5	2.0	1.9	2.5	3.0	2.5
Lending rate (% ultimo)	4.14	4.14	4.14	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)	3.20	3.34	3.21	1.05		0.84	0.90	1.20	1.27		1.40	1.60	1.80	1.90		2.00	2.20	2.40	2.60	
10-jaars rente (% ultimo)	3.86	4.09	3.58	1.79		2.38	2.42	2.94	2.99		3.00	3.20	3.40	3.50		3.60	3.70	3.80	3.90	
VK																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	2.9	-0.3	-3.7	-7.0	0.5	-10.0	-2.7	-1.1	1.8	-4.9	2.2	1.6	0.8	1.2	1.0	1.5	1.8	1.7	1.7	1.5
CPI headline (% joj)	2.4	3.4	4.8	3.9	3.6	3.0	2.1	1.5	2.1	2.2	3.1	2.5	2.2	1.8	2.4	2.0	1.9	2.0	2.2	2.0
BoE off. bank rate (% ultimo)	5.25	5.00	5.00	2.00		0.50	0.50	0.50	0.50		0.50	0.50	0.50	0.50		1.00	1.50	1.75	2.00	
3-maands rente (% ultimo)	6.01	5.95	6.30	2.80		1.70	1.19	0.54	0.60		0.65	0.70	0.70	0.80		1.30	1.80	2.10	2.35	
10-jaars rente (% ultimo)	4.36	4.90	4.40	3.10		3.30	3.80	3.58	4.00		3.93	4.40	4.60	4.70		4.70	4.80	4.80	4.80	
US dollar per euro (ultimo)	1.58	1.58	1.41	1.40		1.33	1.40	1.46	1.43		1.33	1.30	1.28	1.25		1.23	1.20	1.20	1.25	
Japanse yen per dollar (ultimo)	100	106	106	91		99	96	90	93		92	95	100	110		112	115	118	115	
Chinese yuan per dollar (ultimo)	7.02	6.86	6.83	6.84		6.84	6.83	6.83	6.83		6.82	6.62	6.62	6.61		6.59	6.56	6.52	6.49	
Pond sterling per euro (ultimo)	0.80	0.79	0.79	0.96		0.92	0.85	0.91	0.89		0.90	0.93	0.93	0.90		0.88	0.87	0.86	0.85	

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 toezichthouders 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 andere 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 toezichthouders.

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 Houde, Marnixlaan 24, 1000 Brussel.