

Een Gelukkig Nieuwjaar?

Beleidsverkrapping niet op handen ondanks beter economisch nieuws

In de meeste regio's is het economisch nieuws verbeterd, gesteund door een groeiend vertrouwen in de financiële markten. De vraag is hoe krachtig het economisch herstel zal doorzetten wanneer het stimulerende beleid wordt teruggedraaid, al is daarvan direct nog geen sprake.

De uitzonderlijk krachtige verbetering in de Amerikaanse arbeidsmarkt cijfers geven aanleiding tot enige reserve, maar er is "geen rook zonder vuur". Wij hebben onze ramingen voor de consumentenbestedingen en het bbp verhoogd.

Inflatie in VS is hoger dan verwacht, maar niet zorgwekkend. Het betreft vooral het gevolg van verstoringen door de sloopregeling voor auto's. De meeste inflatie-indicatoren wijzen nog steeds op uiterst gunstige vooruitzichten.

De ECB is langzaam begonnen met haar exitstrategie. Ondanks dat de liquiditeitssteun langzaam wordt afgebouwd, zal de refirent waarschijnlijk niet vóór het 4e kwartaal van 2010 worden verhoogd.

Het VK komt uit de recessie. Omdat de inkomens onder neerwaartse druk staan, is er evenwel minder geld om aan goederen en diensten te besteden.

De regering van Japan neemt stappen om de economische bedrijvigheid te stimuleren; één daarvan is het verlagen van de korte rente om een waardedaling van de yen te regisseren.

De Chinese export herstelt zich fors. Het pre-Lehman niveau van de uitvoer wordt echter niet vóór de 2e helft van 2010 bereikt; wij verwachten nog steeds een vermindering van overschot op de lopende rekening in 2010.

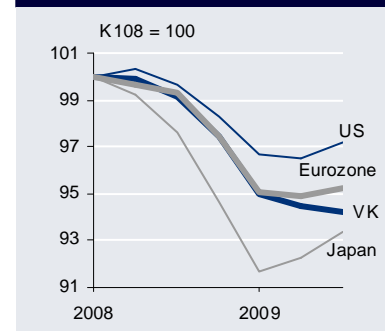
De daling van de dollar ten opzichte van de euro en de yen kon wel eens ten einde lopen. Dat is ten minste de indruk na de renteverlaging door de BoJ en de verbale steun voor de dollar door de Fed.

Mark Cliffe
Global Head of Financial Markets
Research

Rob Carnell
Tim Condon
James Knightley
Chris Turner
Peter Vanden Houte

10 december 2009

Effect crisis op bbp in G7



Bron: EcoWin, ING

G3 10-jr rente overheidsobligaties



Bron: EcoWin, ING

G3 wisselkoersen



Bron: EcoWin, ING

VS

Door de ontwikkelingen op de arbeidsmarkt zijn wij optimistischer gestemd...

... al dienen we de cijfers met een korreltje zout te nemen...

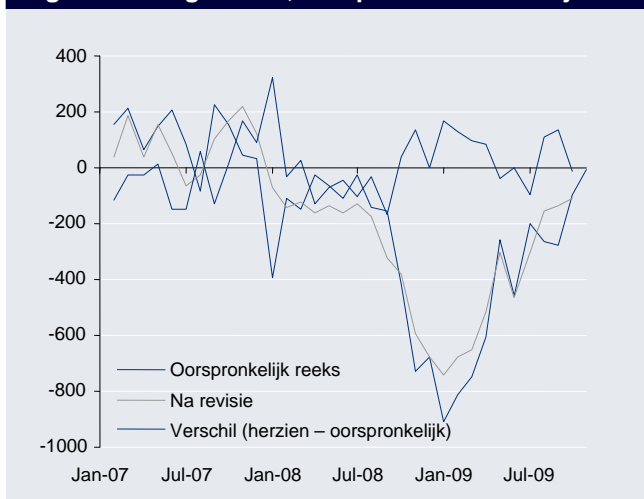
... desondanks zou het onverstandig zijn om signalen van deze omvang te negeren

Na de opvallend forse verbetering van de arbeidsmarkt cijfers over november zien de vooruitzichten voor de VS er flink gunstiger uit. Alle tekenen wezen op een uiterst trage ontwikkeling terug naar positieve groei van de werkgelegenheid, maar plotsklaps was er sprake van een scherpe daling in het tempo waarmee de werkgelegenheid in de afgelopen maanden is gekrompen. Hierdoor nam de werkloosheid in november met 0,2 procentpunt tot 10,0%.

Deze cijfers lijken echter bijna te mooi om waar te zijn. De werkgelegenheids cijfers worden in de VS bepaald door een tweetal enquêtes: één onder huishoudens en één onder werkgevers. De positieve omslag die naar voren kwam uit de enquête onder huishoudens, die input vormt voor de berekening van het werkloosheids cijfer, bedroeg in november meer dan 800.000 in één maand. Dit is weliswaar weleens eerder voorgekomen, maar zo'n sterke omslag maakt het toch moeilijk om dit cijfer zonder meer te accepteren. Ook de enquête onder werkgevers liet een flinke verbetering zien. Zo daalde de werkgelegenheid (ex-agri) vorige maand 'slechts' 11.000. Tegelijkertijd werden eerdere cijfers aanzienlijk naar beneden bijgesteld, waardoor zij dus nu veel minder negatief ogen dan oorspronkelijk was gemeld.

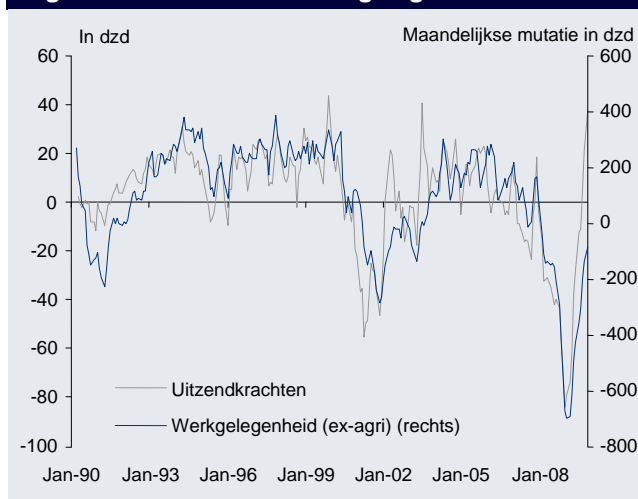
Wij moeten aannemen dat deze cijfers enige waarde hebben. Het is echter moeilijk precies te bepalen hoeveel. Andere arbeidsmarkt indicatoren gaven vlak voor de publicatie van het rapport over november slechts een bescheiden verbetering te zien. Het arbeidsmarkt rapport over december (dat op 8 januari wordt gepubliceerd) zal herzieningen bevatten voor niet alleen de laatste 12 maanden, maar ook de laatste 5 jaar. Maar ook deze cijfers kunnen nog onderhevig zijn aan mogelijke forse herzieningen. Al is het niet zeker dat de huidige cijfers inzicht geven in het juiste niveau van de werkgelegenheid of de werkloosheid, lijkt er niettemin sprake te zijn van een verbetering, die in een sneller tempo verloopt dan was voorzien.

Fig 1 Banengroei VS, oorspr. en herziene cijfers



Bron: EcoWin

Fig 2 Uitzendwerk en werkgelegenheid



Bron: EcoWin

Particuliere consumptie profiteert het meest van de banengroei

De groei van de werkgelegenheid vormt een belangrijke input voor onze prognoses van de groei van de consumentenbestedingen. Deze groei lijkt nu dichterbij +1% te liggen dan de +0,5% die wij eerder verwachtten. Dit is aanleiding geweest om onze consumptieprognose naar boven bij te stellen.

Waarschijnlijk komt er ook extra budgettaire steun voor de werkgelegenheid

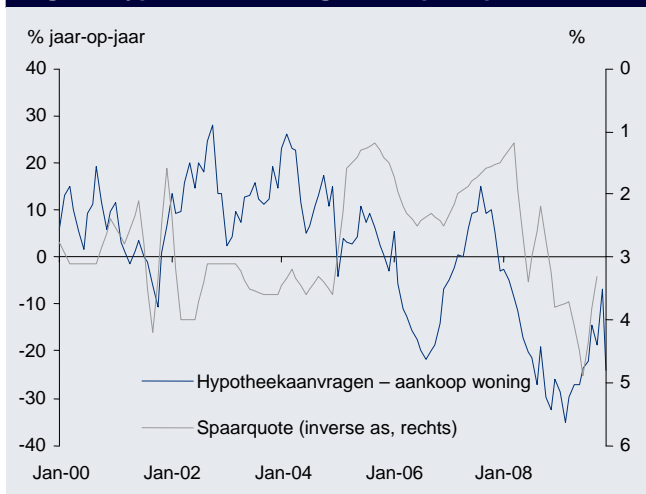
Een tweede bron van een potentieel sterkere groei van de consumentenbestedingen betreft een tweede budgettaire stimuleringsronde. Ondanks de politieke geluiden over de behoefte aan een tweede stimuleringspakket heeft president Obama vrij duidelijk aangegeven dat er geen nieuw geld meer komt. Er is echter nog zo'n USD 200 miljard aan niet-uitgekeerde TARP-fondsen beschikbaar. Dit kan voor andere doeleinden worden gebruikt en lijkt geheel of gedeeltelijk te worden bestemd voor initiatieven op het gebied van werkgelegenheid. De politieke realiteit is dat het stimuleringspakket als onderdeel van Obama's vorig jaar goedgekeurde budgettaire programma in de tweede helft van 2010 waarschijnlijk afloopt, op hetzelfde moment dat in de VS tussentijdse verkiezingen worden gehouden. Een extra stimulans om in deze periode nog verder bij te springen, zou zeer nuttig zijn. Maatregelen die specifiek gericht zijn op het scheppen van arbeidsplaatsen – zoals, bijvoorbeeld, heffingskortingen voor werkgevers – en die zijn besproken op het onlangs gehouden Werkgelegenheidsforum, zouden deel kunnen uitmaken van een nieuw steunpakket waarbij gebruik wordt gemaakt van bestaande fondsen. Dit zal geen directe negatieve effecten op de kapitaalmarkt hebben, aangezien deze fondsen reeds 'gebudgetteerd' zijn.

Het is mogelijk niet juist om uit te gaan van een verdere stijging van de spaarquote

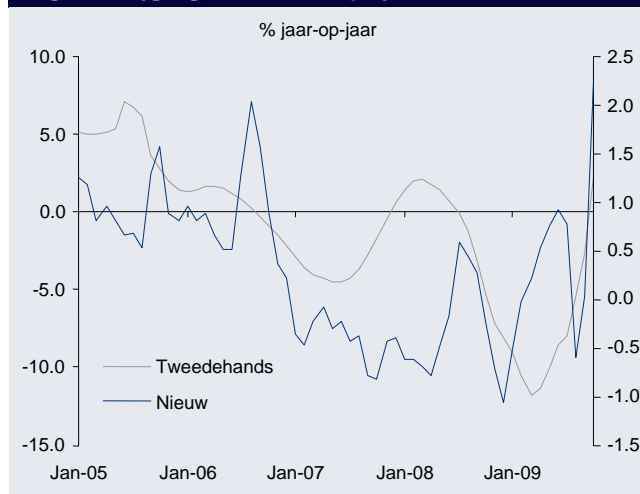
Een verdere stimulans voor de consumentenbestedingen zou kunnen uitgaan van de spaarquote. De meeste economen zijn van mening dat de zeer lage spaarquote in de VS slechts één richting uit kan gaan, namelijk omhoog. Echter, indien de huizenprijzen blijven stijgen en de hypothecaire kredietverlening aantrekt, dan is het goed denkbaar dat de spaarquote met 0,5 procent zal *dalen* in plaats van met dit percentage te *stijgen*, zoals wij eerder verwachtten. Dit zou resulteren in een verdere opwaartse herziening met maar liefst 1 procentpunt van de groei van de consumentenbestedingen in 2010.

De inflatie en de kerninflatie stijgen beide... al is dat in het laatste geval vooral het gevolg van de grillige invloed van autoprijzen

Samen met enigszins positievere cijfers over de bedrijvigheid, heeft de inflatie in de VS recentelijk ook een opwaartse tendens laten zien. Een aanzienlijk deel van de stijging is echter simpelweg toe te schrijven aan de ontwikkeling van de brandstofprijzen. Dit zou ertoe kunnen leiden dat de inflatie (inclusief voedsel- en energieprijzen) in december het niveau van 2% doorbreekt. De kerninflatie (inflatie exclusief de ontwikkeling van voedsel- en energieprijzen) is echter onverwachts ook gestegen. Hoewel de meeste componenten van de kerninflatie, met uitzondering van tabak, zijn gedaald of stabiel zijn gebleven (bijv. de belangrijke component 'huren'), zijn de prijzen voor zowel nieuwe als gebruikte auto's weer in de plus geraakt. Zij dragen nu bij aan de opwaartse tendens van de kerninflatie. Door de versturende effecten van de sloopregeling voor auto's (het "cash for clunkers" programma) is het aanbod van tweedehands auto's gedaald en zijn de prijzen gestegen. Samen met de nieuwe modellen, hebben de hogere prijzen voor gebruikte auto's mogelijk ook bijgedragen aan de prijsstijging van nieuwe auto's. Dit zal waarschijnlijk slechts een tijdelijk effect blijken te zijn. Recente prijsmutaties duiden er thans echter op dat het dieptepunt van de kerninflatie hoger uitvalt en misschien sneller wordt bereikt dan wij eerder voor mogelijk hielden.

Fig 3 Hypotheekaanvragen en spaarquotes

Bron: EcoWin

Fig 4 Stijging van de autoprijzen

Bron: EcoWin

De markten hebben het tijdstip van de eerste renteverhoging door de Fed vervroegd maar blijven zeer behoedzaam

Als gevolg van de meevallende arbeidsmarkt- en tegenvallende inflatiecijfers hebben financiële markten het moment van de eerste renteverhoging door de Amerikaanse centrale bank wat naar voren gehaald. Terwijl eerst nog november 2010 was ingeprijsd voor de eerste rentestap, houden markten nu rekening met september. Verwacht wordt dat de Federal Reserve de rente eind 2010 tot 0,75% zal hebben verhoogd. Dit kan echter te weinig blijken te zijn. Bij het uitbreken van de crisis is de rente namelijk zeer agressief verlaagd. Als het economisch herstel van de economie doorzet, zullen deze noodmaatregelen waarschijnlijk sneller moeten worden teruggedraaid. Bij het maken van deze prognose gaan wij er impliciet van uit dat de markten dergelijke renteverhogingen goed zullen verwerken en dat er geen negatieve terugkoppeling plaatsvindt die het proces van monetaire verkrapping vertraagt. Dit kan aan de optimistische kant blijken te zijn.

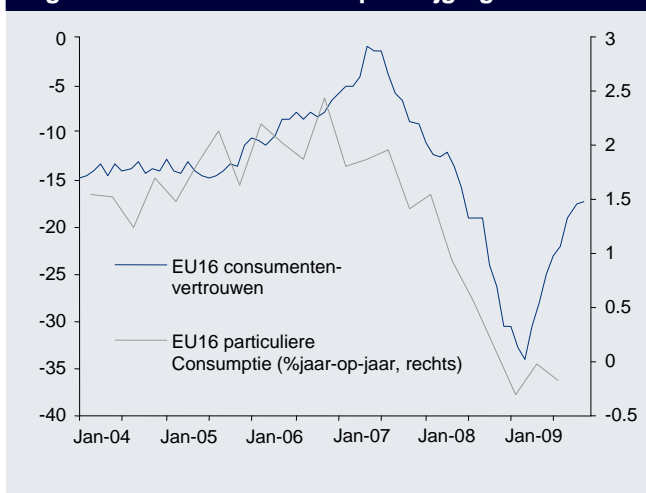
Rob Carnell, Londen

Eurozone

De ECB is begonnen met haar exitstrategie...

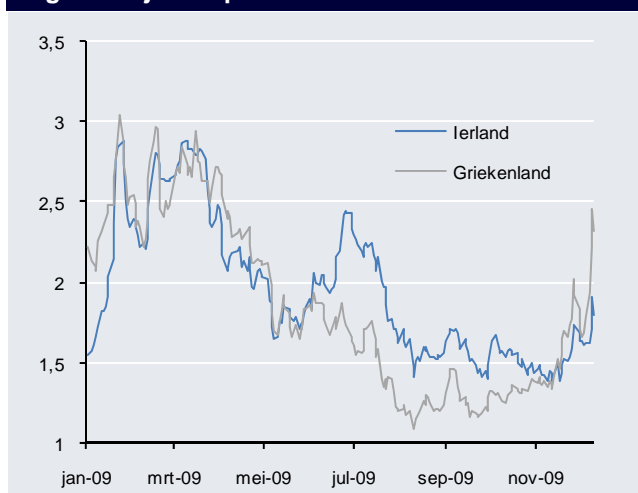
De Europese Centrale Bank is begonnen met het terugdraaien van eerder genomen onconventionele beleidsmaatregelen. Het afbouwen van de liquiditeitssteun voor de financiële sector lijkt echter in een zeer langzaam tempo te gaan plaatsvinden. Begin december werd voor het laatst onbeperkt geld met een looptijd van een jaar aangeboden. Bovendien is het tarief voor deze tender niet van tevoren vastgesteld. Het tarief zal uiteindelijk gelijk zijn aan de gemiddelde minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties – ofwel de refi-rente – die gedurende de looptijd van de tender gold. Met dit besluit wil de ECB duidelijk haar handen vrij hebben. Het onbeperkt verschaffen van liquiditeit voor een periode van één jaar tegen een rente van 1% zou een signaal zijn geweest dat er de komende 12 maanden geen renteverhoging was te verwachten. Anderzijds zou het berekenen van een hoger tarief dan 1% geïnterpreteerd kunnen worden als het begin van een verkrappende cyclus.

Fig 5 Ruimte voor consumptiestijging in EU16



Bron: Datastream

Fig 6 10-jaars spread met Duitse Bunds



Bron: Datastream

**... maar het wordt een
zeer langzaam proces**

De huidige beleidskoers kan derhalve als neutraal worden beschouwd. Trichet legde omstandig uit dat de liquiditeit nog enige tijd ruim zou blijven (ten minste tot 13 april) en dat de ECB niet voornemens was de helling van de yieldcurve te veranderen. Nu de groei van de bancaire kredietverlening onder druk staat en sommige banken nog steeds een chronische behoefte hebben aan door de ECB verschaftte liquiditeit, moet de ECB duidelijk op eieren lopen bij de overgang naar een minder verruimend monetair beleid.

**De risico's voor de
economische groei zijn
opwaarts gericht**

Wij zijn niettemin van mening dat de gemiddelde prognoses van de ECB voor de bbp-groei (0,8% in 2010 en 1,4% in 2011) te voorzichtig zijn. Onze eigen prognoses gaan thans uit van respectievelijk 1,4% en 2,1% en naar onze mening zijn de risico's voor onze prognose opwaarts gericht. Gezien het feit dat de stemmingsindicator van de Europese Commissie nu al voor de achtste maand op rij is gestegen, is de mogelijkheid van een forser herstel zeker niet te verwaarlozen.

**De voorraadpositie blijft
de katalysator van de
economische groei...**

De belangrijkste aanjager van de economische groei in het derde kwartaal was de vertraging van de voorraadafbouw. Hierbij kan worden aangetekend dat Europese ondernemingen nog niet eens zijn begonnen met het aanvullen van hun voorraden, al vinden zij nu wel dat deze onder hun normale niveaus liggen. De voorraadopbouw blijft de komende kwartalen dan ook een belangrijke katalysator van de economische groei. De binnenlandse vraag zette ook in het derde kwartaal een rem op de economische groei: zowel de consumptieve bestedingen als de investeringen gaven een daling te zien. Wij denken niet dat de investeringen in 2010 zullen herstellen, gezien de lage bezettingsgraad en de aanhoudende problemen in de Europese bankensector. Hoewel het tempo waarmee kredietvoorwaarden worden aangescherpt volgens de jongste ECB-enquête afzwakt, is er beslist nog geen sprake van kredietversoepeling en blijft het risico van kredietchaarste in diverse landen (onder meer Duitsland) hoog op de politieke agenda staan. Daarentegen zal de particuliere consumptie naar verwachting een betere ontwikkeling te zien geven. De werkloosheidscijfers in Duitsland en Frankrijk beginnen te stabiliseren en kunnen leiden tot enige ontsparing van uit voorzorg opgebouwde spaartegoeden. Dit zou dan een impuls geven aan de consumptie.

**... en de consumptie
neemt deze rol
waarschijnlijk over**

Groeidivergentie neemt toe binnen de EU16

Nu het herstel op gang begint te komen, manifesteren de groeiverschillen tussen de EU16-landen zich weer duidelijker. Spanje, Ierland en Griekenland zullen in 2010 waarschijnlijk geen positieve groei realiseren. Bovendien kunnen de ontspoorde overheidsfinanciën in Ierland en met name Griekenland de komende jaren leiden tot hevige spanningen binnen de Monetaire Unie. De toename van de renteverschillen tussen de EU16-landen na de aanvraag tot betalingsuitstel van Dubai World toont aan dat het vertrouwen van beleggers in de kredietwaardigheid van verschillende overheden tanende is.

Een sterke euro kan een probleem vormen

Naast de overheidsfinanciën is een ander risico de kracht van de euro. Voorlopig lijkt de opleving van de buitenlandse vraag voldoende te zijn om de kracht van de euro te compenseren, maar een verdere, krachtige appreciatie zou het herstel in gevaar kunnen brengen. Het besluit van Daimler om een deel van de productie naar de VS te verplaatsen vanwege de sterke euro is een teken aan de wand.

Eerste renteverhoging wordt nog steeds pas in vierde kwartaal 2010 verwacht...

De ECB verwacht thans een inflatie van 1,3% in 2010 en 1,4% in 2011. Onze prognose is marginaal hoger vanwege de hogere olieprijs, al zijn wij van mening dat de onderliggende inflatoire druk tijdens de prognosehorizon gematigd zal blijven. Aangezien wij niet denken dat de kredietcyclus vóór het vierde kwartaal van 2010 weer een opgaande tendens te zien zal geven, gaan wij er nog steeds ervan uit dat de rente dan pas voor het eerste met 25 basispunten verhoogd wordt. De liquiditeitssteun voor de financiële sector zal slechts geleidelijk worden afgebouwd. Verwacht wordt dat de geldmarktrente vanaf het tweede kwartaal van 2010 boven de refirente zal uitkomen. Nu de Europese banken de ruime liquiditeit gebruiken om in Europese overheidsobligaties te beleggen, kan het terugdraaien van de liquiditeitsmaatregelen de obligatiekoersen drukken. Dit zou tot opwaartse druk op de obligatierendementen leiden. Toch verwachten wij niet dat de Duitse kapitaalmarktrente volgend jaar de 4% zal bereiken.

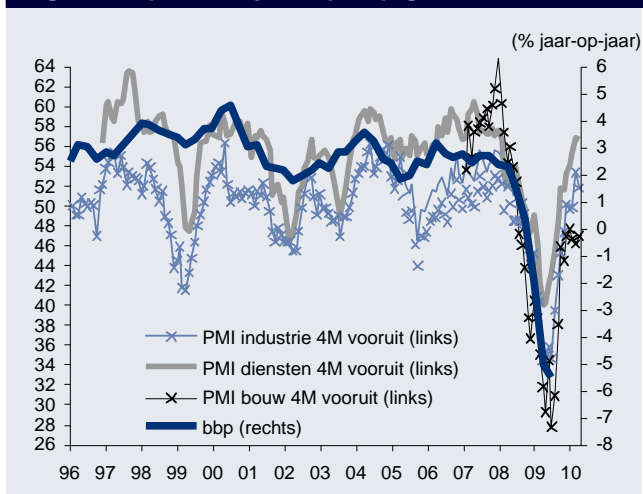
... terwijl geld- en kapitaalmarktrente opwaartse tendens laat zien...

Peter Vanden Houte, Brussel

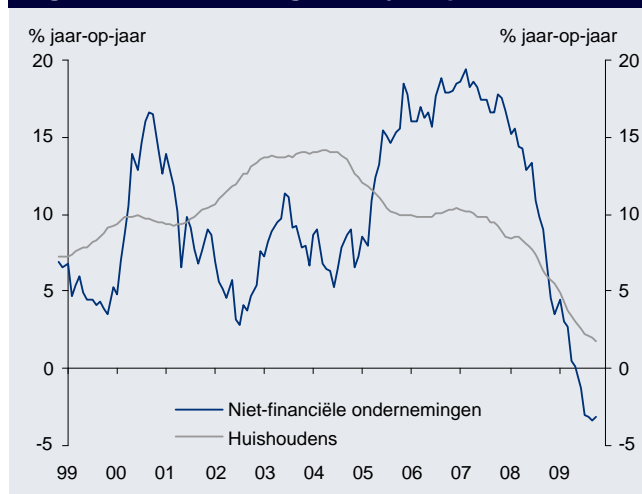
Verenigd Koninkrijk

Sterke groei op korte termijn is waarschijnlijk, maar zal naar verwachting niet doorzetten

Het Verenigd Koninkrijk klimt eindelijk uit de recessie, na de langste periode van negatieve groei op kwartaalbasis sinds deze cijfers worden bijgehouden. Conjunctuurenquêtes wijzen op een krachtige groei in de komende kwartalen. De consumptieve bestedingen in de kerstperiode zullen waarschijnlijk hoog uitvallen omdat de Britse consument de BTW-verhoging naar 17,5% per 1 januari wil vermijden. Als we onze horizon wat verder in de toekomst leggen, dan zijn de vooruitzichten echter minder rooskleurig.

Fig 7 Enquêtes wijzen op bbp-groei....

Bron: EcoWin

Fig 8 ... maar kredietgroei blijft beperkt

Bron: EcoWin

Gezinsinkomens staan onder druk

Door de recessie is de werkloosheid sterk toegenomen en is de loongroei vertraagd. Hierdoor is de inkomensgroei van gezinshuishoudens zwaar onder druk gekomen, terwijl in de komende jaren een steeds groter beroep op deze inkomstenstroom zal worden gedaan. Gezinnen zijn al begonnen met het afbouwen van hun schulden, maar met 170% van het beschikbaar inkomen zijn deze nog steeds bijzonder hoog. Wij denken dan ook dat vermindering van de schuldenlast nog vele jaren een rol zal blijven spelen.

Ook de kredietgroei zal een rem vormen

De beschikbaarheid van krediet blijft bovendien beperkt doordat kredietverschaffers selectiever zijn bij het toekennen van leningen en kritischer kijken naar de omvang van leningen. Hierin zal waarschijnlijk niet snel verandering komen, aangezien Britse banken hun afhankelijkheid van de kapitaalmarkt voor de kredietverlening aan de economie willen beperken. Daarnaast moeten we in aanmerking nemen dat de concurrentie binnen de sector enorm is verminderd door fusies tussen banken en doordat veel buitenlandse en gespecialiseerde kredietverschaffers zich uit de Britse markt hebben teruggetrokken. De druk die de overheid uitoefent op gedeeltelijk genationaliseerde instellingen kan voor enige groei zorgen, maar voor een significante verbetering is waarschijnlijk grotere concurrentie nodig, via de komst van nieuwe partijen op de kredietmarkt. Helaas kan het nog wel een aantal kwartalen of zelfs jaren duren voor het zover is.

Hierdoor blijft minder geld over voor uitgaven aan goederen en diensten

Ook de overheidsfinanciën zijn een factor die in aanmerking moet worden genomen. De Britse minister van financiën heeft aangegeven dat hij het tekort in de komende vier jaar wil halveren, maar aangezien volgens opiniepeilingen de conservatieve partij, die nu de oppositie vormt, na de komende verkiezingen waarschijnlijk de grootste politieke partij wordt, is het risico van agressievere budgettaire ombuigingen aanwezig. Omdat ratinginstituten opnieuw waarschuwen voor de fundamentele economische situatie in het Verenigd Koninkrijk, lijken belastingverhogingen en een verlaging van de overheidsuitgaven inderdaad waarschijnlijk. Dit zal de economische bedrijvigheid verder beperken. Wij verwachten daarom dat de trendmatige groei in het Verenigd Koninkrijk de komende jaren dichter in de buurt zal liggen van 2% dan 3% zoals wij in het afgelopen decennium hebben gezien.

***Gunstige inflatievooruitzichten
noodzaken slechts beperkte
verkrapping van monetair
beleid***

Op inflatiegebied vormen voor de korte termijn de benzineprijs, de zwakte van het pond sterling en de BTW-verhoging een opwaarts risico. De recessie heeft echter een reusachtige capaciteitsreserve binnen de economie doen ontstaan, zoals tot uiting komt in de hoeveelheid beschikbare arbeidskrachten. Bovendien betwijfelen wij of het bbp voor eind 2011 weer het eerdere hoogtepunt bereikt, terwijl een sterker pond in 2010 ook zal bijdragen aan het beteugelen van de inflatiedruk op middellange termijn. Hierdoor zal een krappere begrotingsbeleid tegen de achtergrond van een zwakke groei en lage inflatie impliceren dat de monetaire teugels minder strak aangehaald hoeven te worden als tijdens eerdere cycli. Wij denken dat de officiële rente geleidelijk zal oplopen naar 2% eind 2010 en 3,75% eind 2011.

James Knightley, Londen

Japan

De nieuwe Japanse regering heeft er duidelijk voor gekozen de economische groei te stimuleren. Ten eerste is het beleid om “in principe” steun te bieden aan een sterke yen losgelaten om de winstontwikkeling van exporterende bedrijven te stimuleren. Ten tweede heeft de Japanse regering haar valutamaatregelen kracht bijgezet door bij de Japanse centrale bank aan te dringen op monetaire versoepeling via verlaging van de 3-maandsrente. Een lagere korte rente stimuleert het gebruik van de yen in plaats van de dollar als financieringsvaluta voor carry trades (zie de valutaparagraaf). Ten derde heeft de overheid plannen bekendgemaakt voor een stimuleringspakket van JPY 7,2 biljoen, wat overeenkomt met 1,5% van het bbp. Dit is het tweede aanvullende pakket op de begroting voor het financiële jaar 2009.

***De consument is
nog steeds de
zwakke schakel
binnen de
economie***

Welke factoren hebben geleid tot deze vlaag van beleidsactivisme? Belangrijke conjunctuurindicatoren (exportvolumes, industriële productie, voorlopende indicatoren) wijzen nog steeds op een aanhoudend economisch herstel. Ondanks het bericht dat de economische groei in het derde kwartaal onder het in eerste instantie gerapporteerde niveau van 1,2% op kwartaalbasis is uitgekomen, zorgt een toename van de vraag ervoor dat de output gap wordt gedicht. De financieringssituatie voor het bedrijfsleven heeft zich gestabiliseerd en verwacht wordt dat de deflatie op jaarbasis in de komende kwartalen zal afnemen. Wat betreft de economische groei lijken drie ontwikkelingen de regering zorgen te baren: 1) het afnemende stimuleringseffect van de maatregelen die zijn genomen door de vorige, door de LDP geleide regering; 2) de recente waardeinstijging van de yen, die de bedrijfswinsten ondermijnt, en 3) het feit dat de gezinsinkomens waarschijnlijk opnieuw onder druk zullen komen door lagere bonussen en overwerkvergoedingen, terwijl nieuwe ontslagen waarschijnlijk lijken. Wij denken dat de nieuwe maatregelen van de regering het risico van een tegenvallende groei in 2010 beperken. Of dit voldoende zal zijn om de werkloosheid onder controle te houden en de positie van de DPJ te versterken bij de in juli 2010 te houden verkiezingen voor de helft van de zetels in de Senaat, is een ander verhaal.

***Daling
consumentenprijzen
weerspiegelt
instortende
importprijzen***

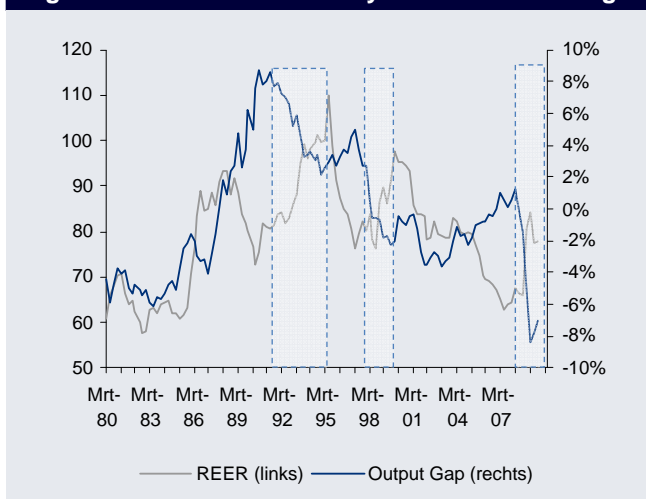
Op handelsgewogen basis ligt de huidige waarde van de yen dicht in de buurt van het 30-jarig gemiddelde. Japan is nog steeds een belangrijke kredietverschaffer en heeft de neiging om in periodes waarin de internationale handel of de wereldwijde kapitaalmarkten in zwaar weer verkeren, kapitaal te repatriëren. Gezien de structurele daling van de Japanse ruilvoet evenals de daling van het rendement op beursgenoteerde effecten in verhouding tot niet-beursgenoteerde waarden lijkt de huidige waarde van de yen hoog. Of de yen te duur is gezien de fundamentele situatie, is voor het beleidsdebat niet relevant. Dit debat richt zich op het beëindigen van de

chronische deflatie waaraan de Japanse economie lijdt. Het feit dat de yen over het algemeen sterker wordt in periodes waarin de kapitaalmarkten het moeilijk hebben, betekent dat de yen het effect van negatieve externe schokken op de binnenlandse inkomens vaak versterkt. Hierdoor bestaat er een grotere kans dat Japan weer afglijdt in een recessie in reactie op een teruggang van de wereldeconomie. Dit geldt des te meer nu de mogelijkheden van het budgettaire en monetaire beleid om significante steun te bieden aan de economie zijn uitgeput.

Japanse staatsleningen – stabiliteit keert terug maar koersrisico blijft

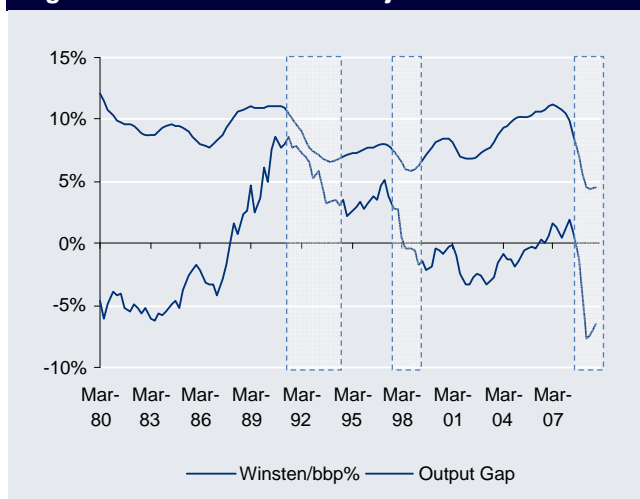
De markt voor Japanse staatsobligaties is weer tot rust gekomen na een periode van zwakte in oktober en begin november. Feit blijft dat het voor de markten lastig zal worden om de stroom van nieuwe emissies in de komende maanden te absorberen. De stabiliteit van de markt is vooral afhankelijk van de vraag of de regering instellingen zoals banken en openbare fondsen ertoe kan verleiden om een groot deel van hun portefeuilles te beleggen in vastrentende waarden die luiden in yens. Ondanks de schijnbare stabiliteit van Japanse staatsleningen zijn wij nog steeds bang dat de latente risico's zijn toegenomen.

Fig 9 Combinatie van sterke yen en zwakke vraag..



Bron: MoF, SNA

Fig 10 ... is funest voor bedrijfswinsten



Bron: SNA, Berekeningen ING

Lindsay Coburn (Onafhankelijk adviseur ING)

China

Wereldwijde onevenwichtigheden iets afgenomen in 2009

Het jaar 2009 zal waarschijnlijk het eerste jaar worden waarin de wereldwijde onevenwichtigheden significant zijn afgenomen. Dit is door ons gedefinieerd als een verkleining van het gat tussen het Chinese handelsoverschot en het Amerikaanse handelstekort. Het Amerikaanse handelstekort is in de eerste negen maanden van het jaar met USD 290 miljard op jaarbasis afgenomen, terwijl het Chinese handelsoverschot in de eerste 10 maanden van dit jaar met USD 57 miljard is geslonken naar USD 161 miljard. Volgens de consensusverwachtingen moeten beide cijfers in de resterende maanden van het jaar nog verder afnemen.

Economische Werkconferentie vóór evenwichtige ontwikkeling handel

De vermindering van het handelsoverschot is in China beleid geworden. De verklaring die werd afgegeven aan het eind van de jaarlijkse Centrale Economische Werkconferentie, bevatte onder meer de belofte dat een bijdrage wordt geleverd aan het herstel van de export en dat de import wordt gestimuleerd om een evenwichtiger ontwikkeling van de Chinese internationale handel te bevorderen.

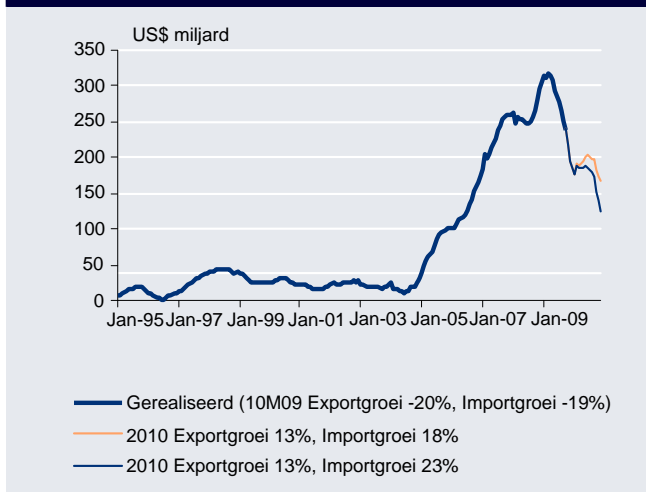
Wij hebben onze prognose voor het handelsoverschot in 2009 verhoogd

Eerder dit jaar gingen wij ervan uit dat het handelsoverschot met USD 140 miljard zou afnemen naar USD 160 miljard. Dit was gebaseerd op een extrapolatie van het magere herstel van de export in de eerste maanden na de instorting van de vraag als paniekreactie op het faillissement van Lehman. Later liet de ontwikkeling van de Chinese export echter een kentering zien. De stijging met 43% in oktober ligt in lijn met de exportontwikkeling in de Noord-Aziatische buurlanden Japan, Korea en Taiwan en in Zuidoost-Azië (Maleisië, Singapore en Taiwan). Volgens onze bijgestelde prognose zal het handelsoverschot nu uitkomen op USD 195 miljard, USD 102 miljard minder dan in 2008.

Handelsoverschot zal in 2010 waarschijnlijk verder afnemen

Ondanks het sterker dan verwachte herstel van de export denken wij dat het handelsoverschot in 2010 verder zal afnemen. De grafiek linksonder geeft twee alternatieve scenario's weer. In ons eerste scenario (ons basisscenario) gaan wij uit van een verschil van vijf procentpunten tussen de export- en de importgroei in 2010. In dit scenario daalt het handelsoverschot naar USD 166 miljard. In het tweede scenario gaan wij uit van een verschil van 10 punten en neemt het handelsoverschot af naar USD 125 miljard. De export- en importgroei in China bewegen doorgaans parallel en grote verschillen in groeitempo's zijn ongebruikelijk. Een verschil van de omvang die wij nu verwachten, deed zich voor na de laatste grote negatieve externe schok die China te verwerken kreeg, namelijk het uiteenspatten van de internetzeepbel in 2000 (tweede grafiek). Wij denken dat de gebeurtenissen in 2002-2003 een redelijke indicatie geven van de in 2010 te verwachten ontwikkelingen.

Fig 11 Waarde export in USD



Bron: CEIC, ING

Fig 12 Export en import



Bron: Bloomberg, ING

Export staat stijging renminbi in de weg

Voordat de Lehman-paniek toeslag bedroeg de export USD 135 miljard per maand en wij verwachten niet dat dit niveau vóór de tweede helft van 2010 weer wordt bereikt. Het Chinese beleid is al lang gericht op het beschermen van de export en wij denken dan ook dat het streven om de export weer terug te brengen op het niveau van voor de Lehman-paniek een beletsel zal vormen voor een waardestijging van de renminbi. Wij denken echter dat de autoriteiten, wanneer deze beperkende factor wegvalt, eerder de flexibiliteit van de wisselkoers zullen vergroten door de bandbreedte voor de USD/CNY te verruimen van +/- 0,5% naar +/-3% dan dat ze de renminbi weer in waarde laat stijgen. Een dergelijke stap zou de bandbreedte in lijn brengen met die voor niet-USD valuta's. Wij handhaven onze prognose voor de USD/CNY voor de komende 12 maanden op 6,6215 (marktverwachting op basis van NDF is 6,6390).

Valutamarkten

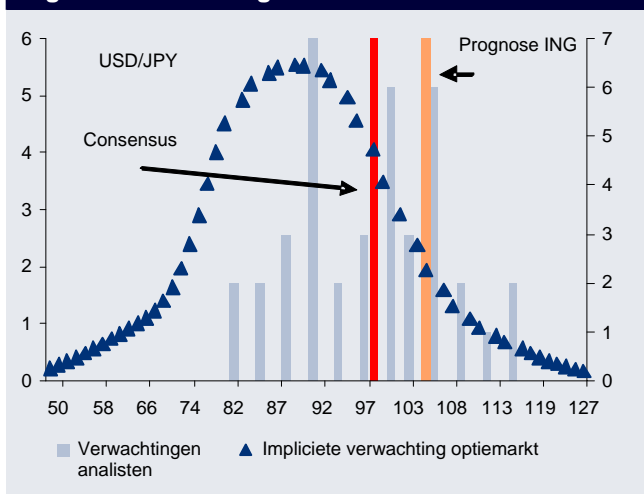
Er zijn pijngrenzen bereikt

De dollar blijft onder druk staan en dit heeft verdere beleidsreacties uitgelokt van landen die hun munt in waarde zien stijgen. Vorige maand refereerden wij naar de invoering van kapitaalrestricties door Brazilië en Taiwan om de instroom van 'hot money' te beperken. Deze maand gaat de aandacht vooral uit naar de versoepeling die de BoJ als noodmaatregel heeft doorgevoerd in reactie op de kortstondige daling van de USD/JPY tot onder het niveau van 85. Er is duidelijk een aantal pijngrenzen bereikt.

De BoJ heeft de wisselkoers genoemd als reden voor de noodversoepeling

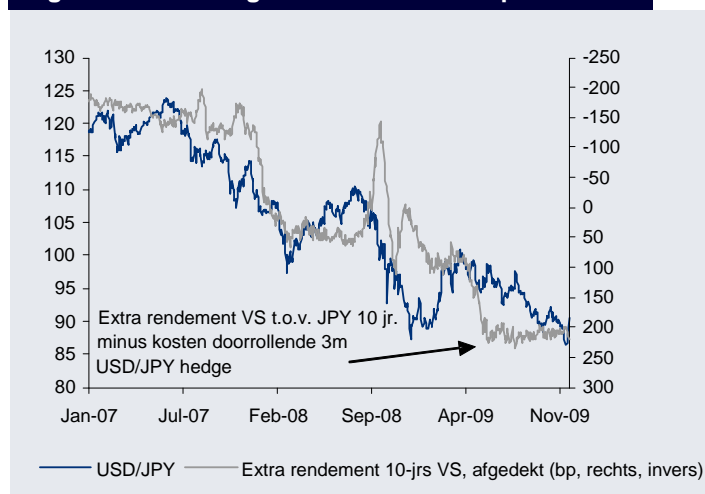
Doordat de Fed er geen moeite mee heeft om het zeer accommoderende beleid langere tijd voort te zetten, zijn de rentes in de VS fors gedaald. De USD/JPY vertoont een sterkere correlatie met de Amerikaanse rente dan vrijwel alle andere valutaparen en bleef tot begin december onder zware druk staan. Sinds het aantreden van de nieuwe DPJ-regering deze zomer is de markt er minder zeker van geworden dat de Japanse autoriteiten zullen interveniëren om steun te bieden aan de USD/JPY. In reactie op de daling van de USD/JPY tot onder 85 is de visie van de DPJ dat een sterke JPY gedeeltelijk bescherming kan bieden tegen hogere grondstoffenprijzen, duidelijk opnieuw tegen het licht gehouden en onder druk van de regering was de BoJ op 1 december gedwongen om het beleid te versoepelen door op een niveau van 0,1% repo-transacties uit te voeren. Een belangrijk punt hierbij is dat de Japanse centrale bank de volatiliteit van de wisselkoers en de gevolgen daarvan voor het ondernemerssentiment als redenen aanvoerde voor de beleidsversoepeling. Dit is voor zover wij weten de eerste keer in ruim 10 jaar tijd dat de BoJ in een monetaire beleidsverklaring expliciet heeft gerefereerd aan de wisselkoers.

Fig 13 Verwachtingen USD/JPY 4e kwartaal 2010



Bron: Bloomberg, ING

Fig 14 Naar JPY afgedekte rendement op T-bonds



Bron: EcoWin, ING

Washington ziet zich gedwongen meer oprechte steun te tonen voor de eigen valuta

Dit zou de markt erop moeten attenderen dat de dollar in Japan een pijngrens heeft bereikt en dat dit ook in de eurozone kan gebeuren als de EUR/USD in de dunne eindejaarsmarkt uitkomt rond 1,53/1,55. Hoewel de Amerikaanse regering graag de lage Amerikaanse rente wereldwijd zou willen exporteren, via een zwakkere dollar (zie de versoepeling door de ECB in reactie op de sterkere EUR/USD), lijkt het erop dat Washington geen andere keus heeft dan meer oprechte steun voor de Amerikaanse valuta. Dit leek ook het geval te zijn toen Fed-voorzitter Bernanke zei dat de Fed "de dollar nu nauwlettend in de gaten hield". Wij hebben de indruk dat dit zou kunnen wijzen op een afspraak dat Washington zich positiever zal uitlaten over de dollar als de

Europeanen een deel van hun zetels in het IMF afstaan aan opkomende landen.

***De daling van de dollar
ten opzichte van
belangrijke ontwikkelde
valuta's lijkt de laatste
fase in te gaan***

Volgens ons kan hieruit worden opgemaakt dat de daling van de dollar ten opzichte van de valuta's van belangrijke ontwikkelde markten de laatste fase ingaat. Eventuele verdere dalingen zullen zich voordoen ten opzichte van de valuta's van opkomende landen, vooral in Azië, waar nog steeds sprake is van grote overschotten. Wij denken nog steeds dat de dollar weer zal gaan aansterken ten opzichte van zowel de EUR als de JPY, waarschijnlijk vanaf het tweede kwartaal van 2010.

Chris Turner, Londen

Tabel 1 ING voorspellingen

	2008					2009F					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)	-0.70	1.50	-2.70	-5.40	0.4	-6.40	-0.70	2.80	2.50	-2.6	2.40	3.00	3.50	3.10	2.5	2.50	2.80	3.10	2.70	2.9
CPI headline (% joj)	4.20	4.40	5.20	1.50	3.8	-0.20	-1.20	-1.30	1.30	-0.5	2.40	2.60	2.20	1.90	2.3	1.80	1.90	2.00	2.10	2.0
Federal funds (% ultimo)	2.25	2.00	2.00	0.25		0.00	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00	0.75	1.75		2.50	2.50	2.75	3.25	
3-maands rente (% ultimo)	2.70	2.79	4.05	1.42		1.50	0.60	0.29	0.40		0.40	0.55	1.05	2.05		2.65	2.80	3.05	3.40	
10-jaars rente (% ultimo)	3.40	3.97	3.82	2.21		2.60	3.80	3.30	3.40		3.80	4.00	4.20	4.30		4.40	4.40	4.50	4.50	
EUROZONE																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	3.30	-1.30	-1.70	-7.30	0.5	-9.40	-0.60	1.50	2.10	-3.9	1.00	1.10	1.80	2.40	1.4	2.50	2.30	1.80	1.60	2.1
CPI headline (% joj)	3.40	3.60	3.80	2.30	3.3	1.00	0.20	-0.40	0.50	0.3	1.20	1.40	1.40	1.60	1.4	1.60	1.60	1.90	2.00	1.8
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	1.25		1.50	1.75	2.25	2.75	
3-maands rente (% ultimo)	4.70	4.85	5.28	2.96		1.50	1.30	0.75	0.80		0.90	1.10	1.25	1.50		1.75	2.00	2.50	2.85	
10-jaars rente (% ultimo)	3.90	4.50	3.80	2.95		2.90	3.40	3.25	3.25		3.40	3.60	3.70	3.80		3.90	4.00	4.10	4.25	
JAPAN																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	5.6	-8.1	-4.0	-10.2	-1.2	-11.9	2.7	1.3	0.7	-5.4	1.9	1.9	3.0	2.9	1.8	1.3	2.0	1.9	1.9	2.1
CPI headline (% joj)	1.0	1.4	2.2	1.0	1.4	-0.1	-1.0	-2.2	-2.1	-1.4	-1.8	-1.6	-1.1	-0.4	-1.2	0.1	0.3	0.3	0.0	0.2
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	0.30	0.30	0.50	
3-maands rente (% ultimo)	0.90	0.90	0.96	0.70		0.60	0.40	0.37	0.20		0.20	0.20	0.20	0.20		0.30	0.50	0.60	0.70	
10-jaars rente (% ultimo)	1.29	1.30	1.46	1.40		1.34	1.36	1.30	1.30		1.40	1.40	1.40	1.70		1.70	1.80	1.80	2.00	
CHINA																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	10.6	10.1	9.0	6.8	9.0	6.1	7.9	8.9	11.0	8.6	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	0.3	-0.8	1.5	2.8	3.0	2.5	2.5	2.3	2.1	2.6	2.8	2.5
Lending rate (% ultimo)	4.14	4.14	4.14	2.25		2.25	2.25	2.25	2.25		2.52	2.79	3.06	3.33		3.33	3.33	3.33	3.33	
3-maands rente (% ultimo)	3.20	3.34	3.21	1.05		0.84	0.90	1.20	1.30		1.40	1.60	1.80	2.00		2.20	2.40	2.60	2.80	
10-jaars rente (% ultimo)	3.86	4.09	3.58	1.79		2.38	2.42	2.94	3.00		3.20	3.40	3.60	3.80		4.00	4.10	4.20	4.30	
VK																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	2.3	1.6	0.3	-2.0	0.6	-5.0	-5.5	-5.1	-3.0	-4.6	0.2	1.3	2.0	2.1	1.4	2.0	2.0	2.2	2.3	2.1
CPI headline (% joj)	2.4	3.4	4.8	3.9	3.6	3.0	2.1	1.5	2.1	2.1	2.9	2.4	1.9	1.6	2.2	2.1	1.9	2.2	2.2	2.1
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	1.00	2.00		2.50	3.00	3.50	3.75	
3-maands rente (% ultimo)	6.01	5.95	6.30	2.80		1.70	1.19	0.54	0.60		0.65	0.80	1.40	2.40		2.90	3.30	3.80	4.10	
10-jaars rente (% ultimo)	4.36	4.90	4.40	3.10		3.30	3.80	3.58	3.80		4.10	4.20	4.30	4.50		4.70	4.90	5.00	5.10	
US dollar per euro (ultimo)	1.57	1.57	1.41	1.40		1.33	1.38	1.45	1.50		1.52	1.45	1.40	1.35		1.33	1.30	1.28	1.25	
Japanese yen per dollar (ultimo)	100	106	106	91		98	96	93	88		92	100	105	110		112	115	118	120	
Chinese yuan per dollar (ultimo)	7.01	6.85	6.85	6.83		6.83	6.83	6.83	6.81		6.81	6.78	6.62	6.59		6.56	6.52	6.49	6.46	
Pond sterling per euro (ultimo)	0.79	0.79	0.79	0.96		0.92	0.85	0.86	0.92		0.90	0.88	0.86	0.85		0.84	0.83	0.82	0.80	

Source: ING estimates

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 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 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 Houte, Marnixlaan 24, 1000 Brussel.