

## Parallele verschuiving Langzame terugkeer naar trendgroei maskeert aanhoudend productieverlies

Mark Cliffe  
Global Head of Financial Markets  
Research

Rob Carnell  
Tim Condon  
James Knightley  
Chris Turner  
Peter Vanden Houte

Het economisch herstel in de ontwikkelde landen zet door, maar het productieniveau blijft 4 tot 6% onder het oude groeipad. Er heerst grote onzekerheid hoe de sterke stijging van vermogensprijzen te verenigen is met beleidsverkrapping in 2010.

De matige groeivoorzichten maskeren de grote onzekerheid die heerst over de impact van de budgettaire stimuleringsmaatregelen, de marktreactie op het terugdraaien van crisismaatregelen en de vooruitgang in de afbouw van schulden door financiële instellingen en huishoudens.

Het herstel in de VS zal mogelijk tijdelijk vertragen door het wegvallen van eerdere stimulansen. De groei zal op de korte termijn waarschijnlijk niet boven het trendmatige niveau uitkomen, wat erop duidt dat de Fed tot ver in 2010 zal vasthouden aan een ruim monetair beleid.

De eurozone is uit de recessie. De vooruitzichten voor de werkgelegenheid en de consumentenbestedingen zijn verbeterd. De sterke euro heeft het exportgedreven herstel van de industrie nog niet ondermijnd.

Het VK laat de recessie mogelijk in het 4e kwartaal van 2009 achter zich, maar door de hoge schuldpositie van huishoudens en de overheid verloopt het herstel traag. Een krappere begrotingsbeleid bij een zwakke economische groei noodzaakt een relatief ruim monetair beleid.

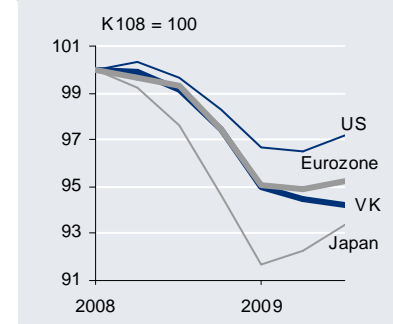
De groei in Japan verhuult structurele problemen. De export is gegroeid door buitenlandse steunregelingen en de vraag uit China. Maar de particuliere consumptie is zwak en verdere begrotingssteun blijft nog uit.

De druk op China om de yuan te revalueren neemt toe. De markten houden rekening met een sterkere stijging van de renminbi in de komende 12 maanden dankzij de kracht van het herstel, al is een bredere fluctuatierange waarschijnlijker dan een daadwerkelijke revaluatie.

De USD blijft mogelijk de voorkeursvaluta voor financiering zolang de rente laag blijft en de daling van de USD ordelijk blijft verlopen. Dit zal naar verwachting het geval blijven tot medio 2010.

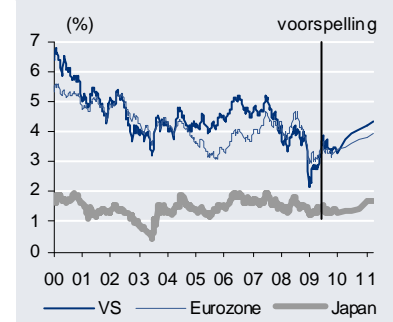
18 november 2009

### Effect crisis op bbp in G7



Bron: EcoWin, ING Forecasts

### G3 10jr rente overheidsobligaties



Bron: EcoWin, ING Forecasts

### G3 wisselkoersen



Bron: EcoWin, ING Forecasts

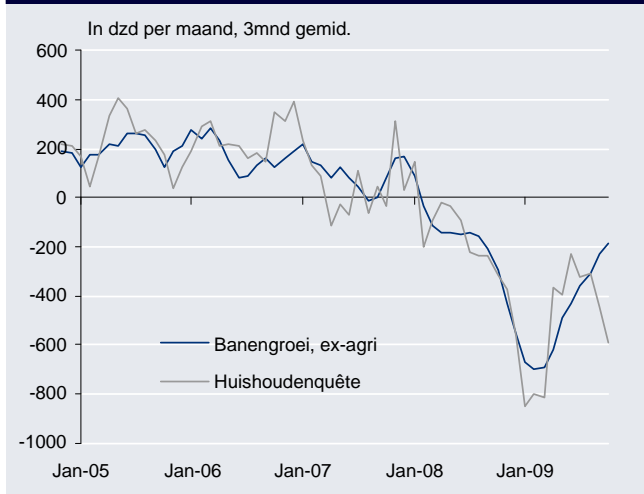
## VS

**De economische groei in het 3e kwartaal was indrukwekkend – maar houdt het ook stand?**

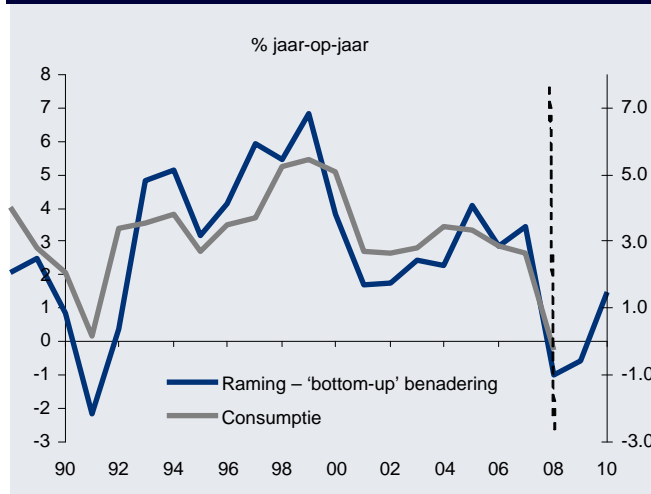
De Amerikaanse economie lijkt zich te herstellen; in het derde kwartaal nam de omvang van de economie met 2,8% (op jaarbasis) toe ten opzichte van het kwartaal er voor. Het is echter nog maar de vraag of een dergelijk groeicijfer ook in het vierde kwartaal haalbaar zal zijn. Het lijkt wishful thinking om op de korte termijn een groei boven het trendmatige niveau te verwachten. De groeitrend zelf wordt inmiddels op minder dan 2,5% geraamd.

**Er zijn teveel bekende onbekende factoren om prognoses voor 2010 met enige zekerheid op te stellen**

Het maken van prognoses wordt gecompliceerd door grote verschuivingen in – en de onderlinge verhoudingen tussen – de reële economie, de financiële markten en het financiële stelsel. Bij het opstellen van onze prognose over de reële economie dienen wij dan ook te weten wat er gebeurt op het gebied van aandelen, bancaire regelgeving en bancaire kredietverlening. Ook moeten wij veronderstellen hoe de markten zullen reageren op de uiteindelijke pogingen van de Fed om aan de monetaire beleidskoers zoals ingezet ten tijde van de crisis een einde te maken en hoe de overheid zal reageren bij tegenvallende economische groei. Als verzekering tegen een dergelijke teleurstelling heeft de Amerikaanse regering de budgettaire stimuleringsprogramma's op enkele onderdelen verder uitgebreid. Zo is de periode voor een werkloosheidsuitkering verlengd en is een belastingkorting ingevoerd voor starters op de woningmarkt. Maar het uiteindelijke effect van de belangrijkste maatregelen – de infrastructurele projecten van de door president Obama ingestelde ARRA<sup>1</sup>-regeling – blijft hoogst onzeker.

**Fig 1 Uiteenlopende arbeidsmarktgegevens**

Bron: EcoWin

**Fig 2 Verwachting particuliere consumptie**

Bron: ING

**De arbeidsmarkt is nog steeds bijzonder zwak**

De werkgelegenheid in de VS loopt nog steeds in een snel tempo terug. Met een daling van 585.000 banen per maand volgens de enquête onder huishoudens (3-maands voortschrijdend gemiddelde) en circa 200.000 volgens de werkgelegenheidsenquête, is de situatie allerm minst hoopgevend. In het gunstigste geval blijft de werkgelegenheid over heel 2010 gemiddeld gelijk, zelfs als de banengroei vanaf medio dat jaar weer positief wordt. Ook de nominale loongroei komt vermoedelijk zeer laag uit – in het gunstigste geval op zo'n 1%, al is nulgroei waarschijnlijker. Met een gemiddelde inflatie van naar schatting circa 1,5% in 2010 resulteert dit in een negatieve reële groei van de lonen van 0,5 tot 1,5%. Ofschoon er grote onzekerheid bestaat over de spaarquote, verwachten wij dat deze zal stijgen.

<sup>1</sup> American Recovery and Reinvestment Act van 2009

Stel dat de spaarquote met bijv. 0,5-1 procentpunt stijgt, dan zullen de reële bestedingen uit het arbeidsinkomen met circa 1,0% dalen. De combinatie van deze daling en de extra budgettaire stimulering van circa USD 100 miljard in 2010 (cijfer van het Congressional Budget Office) resulteert in een reële groei van de totale consumentenbestedingen in 2010 van circa 1,5%. Het risico dat de consumptiegroei een stuk lager uitvalt, is echter groot.

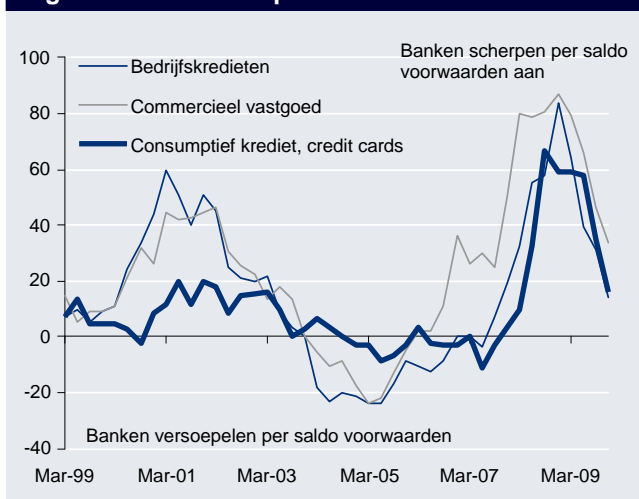
**Vertonen de markten, zoals verwacht, langzaam maar zeker een opgaande lijn?**

In ons basisscenario zullen de aandelen- en financiële markten zich langzaam maar zeker verder omhoog bewegen, gesteund door een verdere bescheiden stijging van de grondstoffenprijzen, met inbegrip van olie. In zo'n scenario past een Amerikaanse centrale bank die de rente nog wel even op het huidige extreem lage niveau houdt en de onconventionele stimuleringsmaatregelen voortzet. Hiermee zou de omgeving waarin aandelen het doorgaans goed doen, in stand blijven. Wij verwachten echter dat de Fed eind 2010 begint met het verhogen van de rente, mogelijk in een zeer hoog tempo als de omstandigheden niet langer een nulrente toestaan. De aandelenmarkten zullen hier waarschijnlijk niet gunstig op reageren. Het hangt vooral af van de omvang van deze negatieve reactie of de Fed al dan niet in staat zal zijn de door ons verwachte beleidsomslag daadwerkelijk te realiseren. Een scherpe daling van de aandelenmarkten zal verdere renteverhogingen voor enige tijd van de agenda halen.

**Welke beleidsmaatregelen drukken de bancaire kredietverlening?**

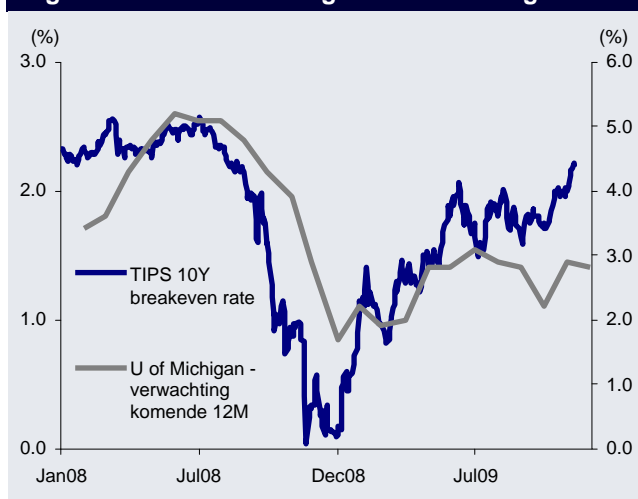
De voorwaarden voor een omslag in het monetaire beleid van de Fed hangen ook af van wijzigingen in de bancaire wetgeving en de boekhoudregels. Maatregelen die gericht zijn op het versterken van de kapitaalratio's en liquiditeit, brengen het risico met zich mee dat het klimaat voor bancaire kredietverlening en investeringsgroei verder verzwakt. Als het beleid in die richting wordt bijgesteld, dan zou dit de beleidsverkrapping waarvan wij in ons basisscenario uitgaan, ondermijnen. Bovendien worden de door banken gehanteerde kredietvoorwaarden volgens de jongste *Senior Loan Officer Survey* op dit moment nog steeds aangescherpt, al gebeurt dat inmiddels in een lager tempo (figuur 3).

**Fig 3 Banken scherpen voorwaarden verder aan**



Bron: EcoWin

**Fig 4 Inflatieverwachtingen – meer divergentie**



Bron: EcoWin

**Stijgt de dollar begin 2010 in waarde of niet?**

De dollarkoers is een andere variabele waar wij niet erg zeker zijn van timing en niveau. Als de dollar gedurende een langere periode verzwakt en verder daalt dan wij op dit moment verwachten (bijv. tot een niveau van 1,70 medio 2010 om vervolgens een herstel te laten zien), zal de economische groei in de VS naar verwachting zo'n 0,3 procentpunt hoger uitkomen dan in ons basisscenario, voornamelijk als gevolg van een sterkere exportperformance.

**Tot hoever gaat de  
vervlakking van de  
yieldcurve voor de korte  
looptijden?**

**Of zien wij de Fed  
opnieuw een  
beleidsfout maken?**

Aan de vooruitzichten voor rente en obligaties zijn eveneens haken en ogen verbonden. In ons basisscenario resulteert het agressief ombuigen van het nulrentebekleid aan het eind van 2010 in een vervlakking van de yieldcurve. De kapitaalmarktrentes kunnen een substantiële stijging laten zien, maar er is waarschijnlijk meer ruimte voor een verkoopgolf aan de korte zijde van de curve.

Tegen de achtergrond van een negatieve kredietgroei zien wij het laten draaien van de geldpers door de centrale bank niet als een zeer gevaar voor de inflatievooruitzichten. Met dat in het achterhoofd is een van de grootste risico's met betrekking tot ons basisscenario dat de Fed de rente later of minder agressief verhoogd dan we verwachten. Dit zou dan tot minder grote vervlakking van de yieldcurve leiden. Het tegenovergestelde – een groter versteiling van de yieldcurve – lijkt ons echter onwaarschijnlijk. Daarvoor zouden ofwel de inflatievooruitzichten drastisch moeten oplopen (lastig, maar niet onmogelijk), wellicht doordat de Fed te traag het ruime monetaire beleid terugdraait bij een sterker dan verwacht herstel, ofwel de prijzen van risicovolle beleggingen moeten uit de pan rijzen. Al zijn dergelijke uitkomsten niet onmogelijk, evenmin is te zien hoe zij stand kunnen houden. Een Fed die te traag reageert, zou namelijk waarschijnlijk proberen de achterstand in te halen door middel van agressieve renteverhogingen om zo de inflatieverwachtingen te beteugelen. Elk scenario dat in een veel steilere yieldcurve resulteert, zou hoogstwaarschijnlijk dan ook van tijdelijke aard blijken te zijn.

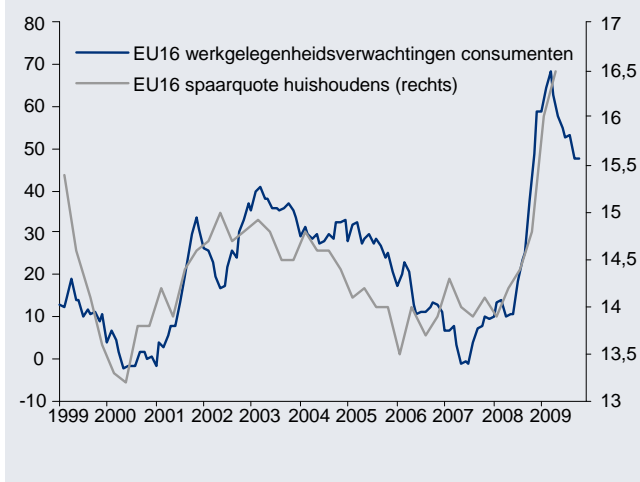
**Rob Carnell, Londen**

## Eurozone

**Het herstel zal  
aanhouden**

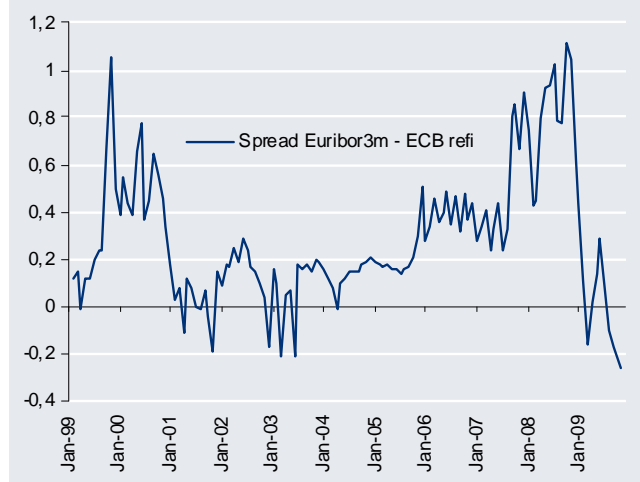
Met een bbp-groei van 0,4% in het derde kwartaal van 2009 is de EU-16 nu officieel uit de recessie. Daarbij komt dat de verdere verbetering van de vertrouwensindicatoren van de Europese Commissie in oktober een goede start van het vierde kwartaal inluidde. De betere groeiprestatie in het derde kwartaal was hoofdzakelijk toe te schrijven aan de verwerkende industrie, waar de productie met 2,2% toenam. Bovendien wijzen voorlopende indicatoren op een verder herstel. In oktober bereikte de omvang van de orderportefeuilles het hoogste niveau in 10 maanden en stegen de productieverwachtingen.

**Fig 5 Ruimte voor lagere besparingen EU-16**



Bron: Datastream

**Fig 6 Euribor onder refirente door overliquiditeit**



Bron: Datastream

***Voorraadvorming zal in de komende kwartalen de economische groei ondersteunen...***

Ofschoon de samenstelling van de economische groei in het derde kwartaal van 2009 nog niet is bekendgemaakt, heeft de aanvulling van voorraden waarschijnlijk positief bijgedragen aan de groei en zal dit naar verwachting ook in de komende kwartalen het geval zijn. In oktober lagen de voorraadniveaus in de Europese industrie voor het eerst sinds mei 2008 onder het lange termijn gemiddelde.

***... al ligt er ook groeipotentieel in de consumptie***

De consumptieve bestedingen blijven zwak, zoals blijkt uit de teleurstellende detailhandelsverkoop in het derde kwartaal van 2009. De huishoudens in de EU-16 zijn in oktober wel iets positiever geworden over hun financiële situatie, hetgeen duidt op een toegenomen koopkracht. Voorlopig vertaalt dit zich evenwel volledig in een hogere spaarquote, die nu rond de 16,5% schommelt. Dat is het hoogste niveau sinds de aanvang van de Monetaire Unie. Wanneer de werkgelegenheidsvooruitzichten verbeteren, kan uitgestelde consumptie alsnog worden uitgevoerd. De werkloosheid is binnen de perken gebleven door overheidsregelingen voor arbeidstijdverkorting en is minder sterk gestegen dan men gezien de diepte van de recessie had kunnen vrezen. Als gevolg hiervan hebben minder mensen door vervroegde pensionering de arbeidsmarkt verlaten. De keerzijde is dat, gedurende het herstel, de werkloosheid waarschijnlijk niet zeer snel zal dalen, omdat eerst de medewerkers met arbeidstijdverkorting weer full-time aan de slag gaan alvorens bedrijven nieuwe mensen gaan aannemen.

***Geen budgettaire verkrapping voorzien vóór 2011***

Het begrotingsbeleid zal in 2010 naar verwachting ruim blijven. Slechts vanaf 2011 is enige consolidatie mogelijk. Ofschoon de plannen nog niet in detail zijn uitgewerkt, is de nieuwe Duitse regering van plan om in zowel 2010 als 2011 de belasting te verlagen. Niettemin is Duitsland waarschijnlijk een van de weinige landen die nog steeds enige budgettaire ruimte hebben om een expansief beleid te voeren.

***Bedrijfsinvesteringen blijven mogelijk zwak...***

De investeringsgroei in Duitsland was in het derde kwartaal positief. Het zou evenwel voorbarig zijn om te rekenen op een algeheel herstel van de investeringen. De bezettingsgraad in de verwerkende industrie in de EU-16 is weliswaar opgekrabbeld van het dieptepunt, maar ligt met 70,7% nog steeds op een laag niveau. Hoewel de financieringsvoorwaarden geleidelijk verbeteren, signaleert een (weliswaar afnemend) netto percentage van Europese banken nog steeds een aanscherping van de acceptatiecriteria voor kredieten in het vierde kwartaal van 2009. De situatie in de huizenmarkt is daarentegen beter. Het netto percentage banken dat een stijging van de vraag naar woninghypotheken meldt, is verder gestegen, van 4% in het tweede kwartaal naar 10% in het derde kwartaal.

***Sterke euro zal exportherstel vermoedelijk niet in de weg staan***

De sterke euro blijft een punt van zorg voor exporterende bedrijven in Europa. De Europese export profiteert doorgaans van een opleving van de wereldhandel. Het uitvoervolume is nu al vier maanden op rij gestegen. Wij zijn dan ook van mening dat een sterke euro de positieve bijdrage van de internationale handel aan de economische groei slechts zal beperken, in plaats van tenietdoen.

***Groeiprognose voor 2010 is opwaarts herzien***

Op grond van herziene bbp-cijfers hebben wij onze bbp-raming voor 2009 bijgesteld naar -3,9%. Tegelijkertijd hebben wij onze prognose voor 2010 naar boven bijgesteld tot 1,4%. Onder invloed van de hogere olieprijs hebben wij tevens onze inflatieraming voor 2010 verhoogd naar 1,4%, al blijven de onderliggende inflatiespanningen gematigd.

**Eerste verhoging van  
refirente in vierde  
kwartaal 2010  
verwacht...**

**... al moet overliquiditeit  
eerder worden  
geabsorbeerd**

Aangezien de kredietgroei naar verwachting tot het vierde kwartaal van 2010 niet zal opleven, verwachten wij vóór die tijd geen renteverhoging. Wel heeft de ECB gezinspeeld op de mogelijkheid dat onconventionele beleidsmaatregelen voor een deel geleidelijk worden afgebouwd. Met het oog daarop zal de 12-maands liquiditeitsverschaffende operatie waarschijnlijk in december ten einde lopen. Door de geleidelijke absorptie van de overliquiditeit komt de geldmarktrente mogelijk in de eerste helft van 2010 in de buurt van de refirente, hetgeen in feite neerkomt op een geringe verkrapping. Wat de kapitaalmarktrente betreft zal er weinig veranderen tot de korte rente begint te stijgen.

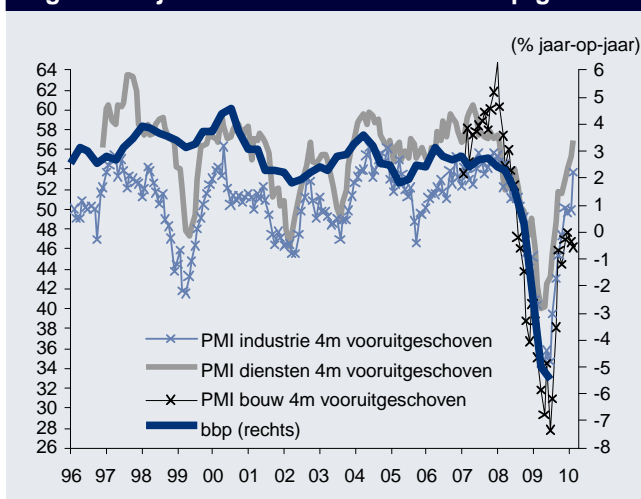
*Peter Vanden Houte, Brussel*

## Verenigd Koninkrijk

**VK komt waarschijnlijk  
in vierde kwartaal 2009  
uit de recessie**

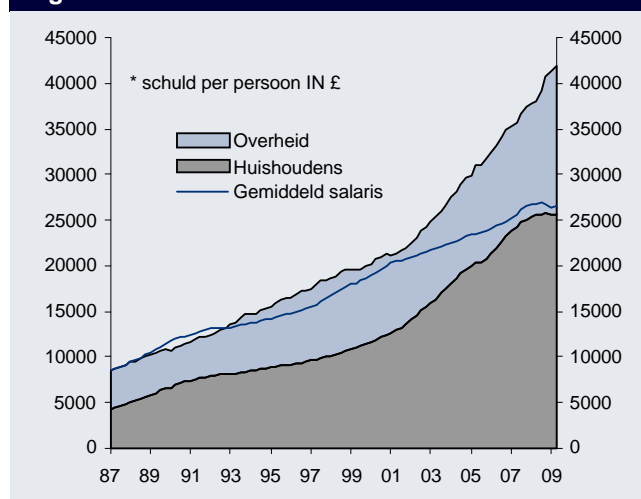
Terwijl de meeste andere ontwikkelde markten inmiddels tenminste één positief bbp-groecijfer hebben gerapporteerd, bevindt het Verenigd Koninkrijk zich nog steeds in een recessie. De economie krimpt al zes kwartalen op rij – de langste periode met negatieve groei sinds WO II – waarbij de productie met 5,9% is gedaald ten opzichte van de top. Volgens de voorlopende indicatoren is het herstel nu echter in aantocht en voor het vierde kwartaal van 2009 wordt een positieve bbp-groei verwacht dankzij een combinatie van monetaire stimulering, het zwakke pond, agressieve overheidsmaatregelen om banken een helpende hand te bieden en een aantrekkende externe vraag. Voor de middellange termijn zijn de economische vooruitzichten echter minder positief. Door structurele verschuivingen binnen de economie in verband met de hoge schulden van huishoudens en de overheid is de trendmatige bbp-groei in het Verenigd Koninkrijk op een lager niveau komen te liggen.

**Fig 7 Conjunctuurindicatoren VK en bbp-groei**



Bron: EcoWin

**Fig 8 Een toenemende schuldenlast\***



Bron: EcoWin

**MAAR het herstel zal door  
structurele veranderingen  
mogelijk bescheiden zijn  
vergeleken met eerdere  
cycli**

Hoewel de verbetering van de wereldwijde economische bedrijvigheid en de wederopbouw van voorraden een impuls zullen geven aan de groei op korte termijn, worden de vooruitzichten voor de middellange termijn overschaduwed door de huishoudsector. Gezien de aanhoudende toename van het aantal werklozen en de vertraging van de loonstijging, denken wij dat de inkomensontwikkeling in 2010-11 ongeveer vlak zal zijn en vervolgens slechts langzaam zal aantrekken. Dat zou moeten komen door de zwakke onderhandelingspositie van werknemers als gevolg van het ruime aanbod van arbeid. De huishoudens zijn nu echter voor het eerst bezig om hun schulden af te bouwen en wij verwachten dat ze zullen proberen meer te sparen zolang de toegang tot krediet beperkt blijft.

**Ook een krupper fiscaal  
beleid zal de groei  
afremmen...**

Het grootste risico is echter fiscale verkrapping. Doordat de belastingen waarschijnlijk verder stijgen (gezien de BTW-verhoging naar 17,5% en de invoering van het 50% tarief voor de inkomstenbelasting) en de overheidsuitgaven aan uitkeringen onder neerwaartse druk zullen komen, zal er minder geld overblijven om uit te geven. Wij denken dan ook dat de trendmatige bbp-groei de komende jaren eerder in de buurt zal liggen van 2% dan rond de 3%, zoals het afgelopen decennium het geval was.

**... waardoor het  
monetaire beleid  
mogelijk soepeler zal  
zijn dan tijdens  
voorgaande cyclussen**

De reservecapaciteit die binnen de Britse economie is ontstaan door de ineenstorting van de productie, dempt de druk op inflatie op de middellange termijn. Het bbp zal waarschijnlijk niet voor eind 2011 weer uitkomen op het eerder bereikte topniveau. Op de korte termijn zal de benzineprijs, de vertraagde doorwerking van het zwakke Britse pond en de BTW-verhoging nog echter voor opwaartse druk op de prijzen zorgen. Ook stijgende vermogensprijzen en inflatieverwachtingen zijn een potentiële bron van zorg voor de Bank of England en kunnen de marktrentes begin 2010 opdrijven. Dankzij een veel krupper fiscaal beleid en een bescheiden groei zal het monetaire beleid waarschijnlijk iets soepeler kunnen blijven dan tijdens eerdere cycli. Wij denken dat de officiële rente begin 2012 mogelijk een top zal bereiken van ongeveer 4%.

**James Knightley, Londen**

## Japan

**Een maand met  
positief nieuws over de  
economische groei**

De afgelopen maand is er een reeks cijfers bekendgemaakt die wezen op een aanhoudend economisch herstel. Over het algemeen waren de cijfers iets beter dan verwacht, wat voor economen aanleiding was om hun verwachtingen voor 2009 als geheel te verhogen. Wij gaan voor het laatste kwartaal van dit jaar uit van een economische groei van 0,5% op kwartaalbasis, maar verwachten voor het kalenderjaar 2009 een economische krimp groei van 5,2%.

Met een groei van 1,2% ten opzichte van het voorafgaande kwartaal heeft het Japanse bbp in het afgelopen kwartaal aanzienlijk beter gepresenteerd dan algemeen werd verwacht (consensusverwachting: 0,7%). De netto export, de particuliere consumptie en de voorraadopbouw droegen alle ongeveer even sterk bij aan de economische groei. Ondanks de zwakke winstontwikkeling en de substantiële overcapaciteit nam het volume van de bedrijfsinvesteringen op kwartaalbasis met 1,6% toe. In nominale termen is de economie in het derde kwartaal verder gekrompen, met 0,1% op kwartaalbasis en 3,9% op jaarbasis. De voorlopende index van het Cabinet Office laat een duidelijk herstel zien terwijl het verschil tussen de achterlopende en de gelijklopende indicator historisch groot is. Dit alles biedt hoop voor de economische vooruitzichten.

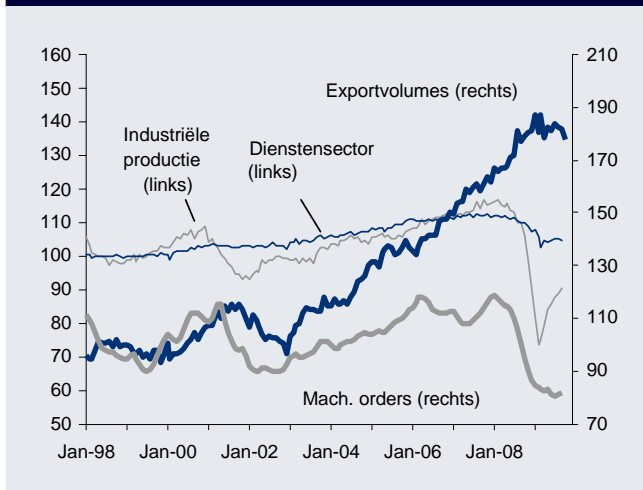
**Japan heeft  
geprofiteerd van  
vraag uit China en de  
VS**

Twee factoren hebben steun geboden aan de economische groei. Ten eerste het herstel van de wereldwijde vraag. In China profiteren Japanse exporteurs van kapitaalgoederen van de Chinese overheidsmaatregelen om de investeringen in infrastructuur te stimuleren. In de VS heeft de sloopregeling voor oude energielurpende auto's ("cash for clunkers") een impuls gegeven aan de verkoop van Japanse auto's. Regelingen die in Japan waren geïmplementeerd door de oude LDP-regering om de aankoop van nieuwe auto's en 'groene' apparaten te stimuleren, hebben eveneens bijgedragen aan de verkoop van duurzame goederen. De voorraadoverschotten die begin dit jaar nog duidelijk boven de markt hingen zijn grotendeels verdwenen. Wij vinden de voorraadniveaus nog steeds hoog maar denken niet dat deze de groei zullen afremmen zolang de omzet goed stevig doorgroeit.

**Terugval economie  
mogelijk in vierde  
kwartaal 2009 en  
eerste kwartaal 2010**

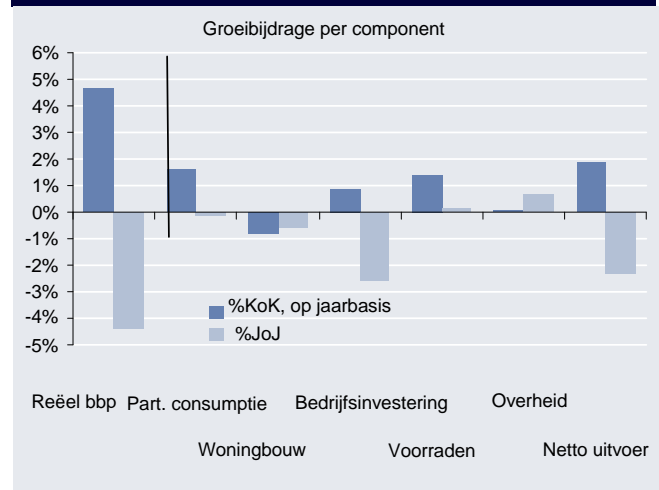
Hoewel de economie nu twee achtereenvolgende kwartalen is gegroeid, is het herstel vooral toe te schrijven aan het effect van tijdelijke factoren. Structureel gezien kampt de economie nog steeds met overcapaciteit en een winstgevendheid die zich rond het laagste niveau in decennia bevindt. Er bestaat een risico dat de economie in de komende maanden weer terugvalt. Bepalend hiervoor is of het herstel van de wereldeconomie doorzet. Leden van de BoJ hebben tekenen geconstateerd van een afzwakkende groei van de Japanse export. Recentere cijfers met betrekking tot de autoverkopen, het consumentenvertrouwen en de detailhandelsverkopen in de VS onderstrepen de zorg omtrent de consumptieve vraag. De zwakke ontwikkeling van het Japanse arbeidsinkomen zal het komende jaar de Japanse consumptieve bestedingen blijven afremmen. Bovendien neemt het effect van de stimuleringsmaatregelen van de vorige LDP-regering af en worden pogingen om extra vraag te creëren vertraagd door het getreuzel van de nieuwe regering. Wij wijzen hierbij op recente uitspraken van vicepremier Naoto Kan, die aangaf dat de regering voor het financiële jaar 2009 met een tweede extra begroting zal komen in de orde van grootte van JPY 2,7 biljoen.

**Fig 9 Maandelijkse conjunctuurindicatoren**



Bron: Citi; bewerking ING

**Fig 10 Volumegroei bbp in 3<sup>de</sup> kwartaal**



Bron: ESRI

**Deflatie  
consumentenprijzen  
weerspiegelt sterke  
daling importprijzen**

Ondanks de betere groeicijfers die de afgelopen maand bekend werden, wijst de consumentenprijsinflatie vooralsnog op sterkere deflatie. In het derde kwartaal lagen de consumentenprijzen gemiddeld 2,7% lager dan een jaar eerder. In het tweede kwartaal was nog sprake van een prijsdaling van 1,7%. Dalende importprijzen, die merkbaar zijn via de consumptieve bestedingen en investeringsuitgaven, zijn de belangrijkste bron van deflatie voor de Japanse economie; dus niet de prijzen van de in eigen land voortgebrachte goederen en diensten. In het afgelopen jaar zijn de importprijzen met 28% gedaald op jaarbasis. Dit is toe te schrijven aan de kracht van de yen en de daling van de energieprijzen. De aanhoudende deflatie biedt steun aan de koersen van Japanse staatsleningen. Ondertussen verslechtert echter het sentiment onder beleggers in reactie op de verkiezingsbeloften van de DPJ. Die beloften maken het vrijwel zeker noodzakelijk dat de overheid weer een beroep op de kapitaalmarkt zal moeten doen. Onlangs heeft minister van financiën Fuji aangegeven dat de regering zich zal houden aan de belofte dat het emissievolume zal worden gelimiteerd tot JPY 44 biljoen, ook als dat betekent dat verkiezingsbeloften gebroken moeten worden. De Japanse centrale bank zal de rente waarschijnlijk niet verhogen, totdat de inflatie op jaarbasis positief wordt. Wij verwachten de eerste renteverhoging door de BoJ in het eerste kwartaal van 2011.

*Lindsay Coburn (onafhankelijk adviseur ING)*

## China

### **Het Chinese revaluatieverhaal is weer terug**

Het is weer zover! De toenemende aandacht voor het onderwerp wisselkoersen rond de APEC-top, de publicatie van de driemaandelijke monetaire beleidsrapportage van de Chinese centrale bank en de belofte van president Obama om tijdens zijn bezoek aan Beijing weer een oproep tot een sterkere Yuan te doen, hebben de belangstelling van beleggers voor het Chinese revaluatieverhaal aangewakkerd. Op de markt voor non-deliverable forwards (NDF's, termijncontracten zonder fysieke levering) wordt inmiddels een stijging van de renminbi ten opzichte van de Amerikaanse dollar met 3,6% ingeprijsd, vergeleken met 3% een week geleden.

### **Wij betwijfelen of de PBOC zal komen met een beleidsaanpassing**

Volgens sommigen betekent het weglaten van de zinsnede "handhaven van een over het algemeen stabiele wisselkoers" uit de driemaandelijke monetaire beleidsrapportage van de centrale bank dat een beleidsaanpassing in Beijing op handen is. Wij zijn daar niet van overtuigd. Hoewel wij wel geloven dat de invloed van het Ministerie van Handel op het valutabeleid is afgenomen met het vertrek van Bo Xilai als minister, heeft het ministerie volgens ons nog wel enige invloed, die wordt aangewend ten behoeve van de Chinese exporteurs. Zoals overal ter wereld gebeurde, is ook de export vanuit China ingestort tijdens de vraagcrash als gevolg van de paniek die ontstond door het faillissement van Lehman. De export herstelt zich nu wel, maar ligt nog steeds 20% onder het niveau van voor de crash (figuur 11).

### **Export staat stijging renminbi in de weg**

Voordat de Lehman-paniek uitbrak, had de export een omvang van USD 135 miljard per maand. Wij verwachten niet dat dit niveau voor de tweede helft van 2010 weer wordt bereikt. Dit zal volgens ons een appreciatie van de renminbi in de weg staan. Om een hernieuwde appreciatie van de renminbi te voorkomen, zullen de autoriteiten de flexibiliteit van de valutakoers vergroten door de bandbreedte voor de USD/CNY te verruimen van de huidige +/- 0,5% naar +/- 3%. De bandbreedte zou hiermee gelijk worden aan die voor andere niet-USD valuta's. Wij houden vast aan onze USD/CNY prognose voor de komende 12 maanden van 6,6215 (marktverwachting o.b.v. NDF is 6,5938).

### **Snelle groei is goed voor winstontwikkeling...**

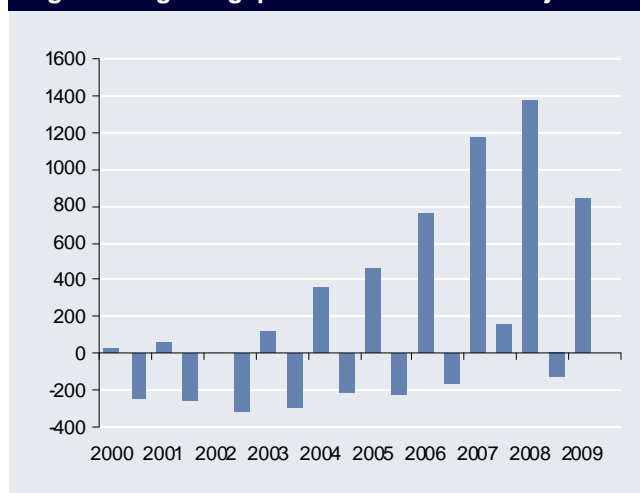
De versnelling van de groei van de industriële productie naar 16,1% in oktober heeft de vooruitzichten voor de Chinese economie als geheel doen verbeteren. De versnelling van de industriële productiegroei naar 16,1% ten opzichte van 7,3% in april hield bijvoorbeeld verband met een toename van de winstgroei van -28% naar 18% op jaarbasis (driemaands voortschrijdend gemiddelde). Het winstniveau is nog steeds 13% lager dan aan het begin van het jaar, maar de terugkeer naar een trendmatige groei van de industriële productie zou moeten zorgen voor winstherstel. Hierdoor zal een "gematigd soepel" monetair beleid dat steun biedt aan de investeringen, minder noodzakelijk worden.

Fig 11 Waarde export in USD



Bronnen: CEIC, ING

Fig 12 Begrotingspositie okt en dec t.o.v. jan/'09



Bronnen: Bloomberg, ING

### ... en de overheidsfinanciën

Dat de sterke groei in de industrie ook een positieve invloed heeft op de overheidsfinanciën komt ook tot uiting in de begrotingscijfers voor oktober. De overheidsinkomsten namen in oktober toe met 28,4% op jaarbasis, terwijl de uitgaven 13% stegen. Dit resulteert in een begrotingsoverschot van 848 miljard renminbi voor de periode sinds 1 januari, vergeleken met 1370 miljard een jaar geleden. Er zijn twee punten waarop wij in dit verband willen wijzen. Ten eerste de veerkracht van de overheidsinkomsten, die in april nog een daling vertoonden van 13,6% op jaarbasis. Ten tweede zijn de Chinese overheidsfinanciën onderhevig aan een duidelijk seizoenspatroon. Over het algemeen vertoont de begroting een overschot van januari tot en met oktober en een tekort in november en december (figuur 12). Die omslag is toe te schrijven aan een combinatie van lagere inkomsten en een eindspurt van de bestedingen tegen het jaareinde. De omslag van vorig jaar was ongekend groot doordat de eerste 10% van het aandeel van 1,18 biljoen renminbi van de centrale overheid in het fiscale stimuleringspakket van 4 biljoen in november en december werd uitgegeven.

### De helft van het fiscale stimuleringspakket resteert voor 2010

Als we aannemen dat de omslag dit jaar even groot zal zijn als in 2008, komt het tekort in 2009 uit op 650 miljard renminbi, oftewel 2,2% van het bbp. Dit is aanzienlijk minder dan het bedrag van 950 miljard renminbi waarmee het Ministerie van Financiën rekening houdt. Wij gaan er vanuit dat het tekort in 2009 zal uitkomen onder het door het ministerie van financiën beoogde niveau, maar wij denken ook dat de autoriteiten de resterende helft van de 1,18 biljoen renminbi die de centrale overheid bijdraagt aan het fiscale stimuleringspakket van 4 biljoen, in 2010 zullen uitgeven. Wij verwachten niet dat de autoriteiten de uitgaven zullen terugschroeven op grond van het sterke economische herstel. De fiscale stimulans draagt bij aan de transformatie van de Chinese economie en bevordert onder andere de ontwikkeling van de zogenaamde *second-tier* steden waardoor het economische zwaartepunt iets meer van de oostkust naar het westen zal verschuiven.

*Tim Condon, Singapore*

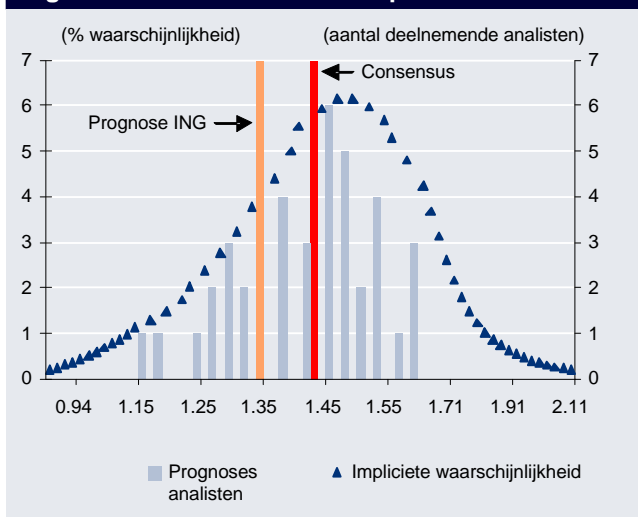
## Valutamarkten

### Zwakke dollar begint wat meer klachten op te roepen

De ordelijke daling van de dollar houdt aan. Hoewel de financiële markten wereldwijd positief staan tegenover het idee van een lage Amerikaanse rente, begint de zwakte van de dollar aanleiding te geven tot wat meer klachten van handelspartners en in sommige landen - met name Brazilië en Thailand - tot de invoering van kapitaalrestricties. Dat brengt ons bij de kosten van valuta-interventie.

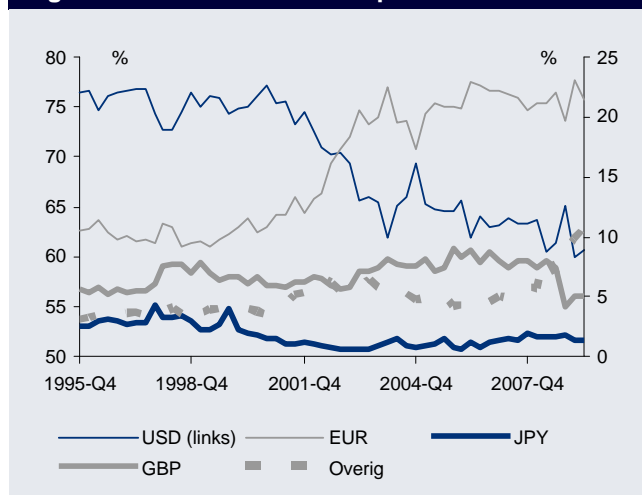
De markt is er altijd vanuit gegaan dat landen met een sterk door de overheid gecontroleerd wisselkoersregime – met name in Azië – onbeperkt konden interveniëren. Toch hebben de interveniërende centrale banken in die landen bij hun valuta-interventies ook te maken met beperkingen. Ten eerste zijn er de kosten verbonden aan sterilisatie (het neutraliseren van de effecten van valuta-interventies op de geldhoeveelheid). Daarnaast moet het wel mogelijk zijn om leningen die zijn uitgegeven om de interventie te steriliseren te plaatsen in de private sector.

**Fig 13 EUR/USD kw4 2010: Opties vs analisten**



Bron: Bloomberg, ING

**Fig 14 Valutareserve olie-exporteurs**



Bron: BIS

De eerstgenoemde beperking zal waarschijnlijk een belangrijkere rol spelen in 2010. Dit was zeker het geval in India in 2007, toen de overheid de centrale bank opdracht gaf om de valuta-interventie terug te schroeven zodat de lokale valuta aan kracht kon winnen. Het mechanisme dat hierbij wordt toegepast, is dat de centrale bank leningen uitgeeft in lokale valuta's, bijvoorbeeld één- tot driemaands papier tegen lokale rentetarieven, om de extra liquiditeit in de lokale valuta die is gecreëerd door de valuta-interventie te absorberen. In het geval van India waren de kosten voor de uitgifte van de lokale leningen veel hoger dan het beleggingsrendement op de Amerikaanse dollars die de centrale bank had gekocht (van oudsher gesteld in Amerikaanse treasuries) en was de overheid gedwongen de sterilisatiekosten voor haar rekening te nemen.

De relevantie hiervan in 2010 is het punt van de hogere sterilisatiekosten als de handelspartners beginnen de rente te verhogen voordat de VS hiertoe overgaan - wat waarschijnlijk lijkt. Tegelijkertijd zijn de begrotingsposities over het algemeen veel slechter dan een paar jaar geleden, waardoor regeringen mogelijk minder hoge sterilisatiekosten zullen accepteren. Al met al kan hieruit worden afgeleid dat in 2010 de druk op de Amerikaanse dollar in vergelijking met valuta's uit de opkomende markten sterk zal toenemen.

***Dankzij de lage rente en ordelijke daling is de dollar de favoriete financieringsvaluta***

Voor de belangrijkste valutaparen voeren de factoren die wij vorige maand beschreven, nog steeds de boventoon. Met name zorgt het lage Fed funds tarief ervoor dat de Amerikaanse yieldcurve steil blijft, dat de hedgeratios voor de dollar hoog blijven en dat de dollar de favoriete financieringsvaluta blijft voor de 'carry trade' (het lenen van geld in landen met lage rente en vervolgens uitlenen in landen met hogere rente). Wij gaan nog steeds uit van een EUR/USD van 1,55 per de jaarultimo.

***Wij denken echter dat de Amerikaanse dollar zich vanaf medio 2010 zal herstellen***

Wij denken echter dat de dollar halverwege het jaar een omslag zal laten zien doordat de Fed liquiditeiten begint te onttrekken, en verwachten dat de EUR/USD tegen eind 2010 weer op 1,35 zal staan. Zoals blijkt uit onze grafiek ligt onze prognose voor het eind van 2010 onder de consensus (1,45) en onder de bandbreedte van 1,47-1,50 die door de valutaoptiemarkt het meest waarschijnlijk wordt geacht.

Wat betreft valuta's uit ontwikkelde landen in het algemeen denken wij dat valuta's uit grondstoffenproducerende landen een groter deel van hun winst ten opzichte van de dollar kunnen vasthouden - zoals wordt aangegeven door de olie-exporterende landen, die volgens de meest recente BIS-cijfers spreiding zoeken in "overige" valuta's.

***Chris Turner, Londen***

Tabel 1 ING voorspellingen

	2008					2009V					2010V					2011V				
	K1	K2	K3	K4	FY	K1	K2	K3	K4	FY	K1	K2	K3	K4	FY	K1	K2	K3	K4	FY
<b>VERENIGDE STATEN</b>																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	-0.70	1.50	-2.70	-5.40	0.4	-6.40	-0.70	3.50	1.50	-2.5	2.70	2.30	1.90	2.00	2.1	2.20	2.50	2.60	2.40	2.3
CPI headline (% joj)	4.20	4.40	5.20	2.00	3.8	-0.10	-1.20	-1.30	1.70	-0.5	1.80	1.50	1.60	1.90	1.7	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	2.00		2.50	2.50	3.00	3.50	
3-maands rente (% ultimo)	2.70	2.79	4.05	1.42		1.50	0.60	0.29	0.40		0.40	0.60	1.10	2.30		2.70	2.80	3.30	3.70	
10-jaars rente (% ultimo)	3.40	3.97	3.82	2.21		2.60	3.80	3.30	3.30		3.70	3.90	4.10	4.20		4.30	4.40	4.50	4.50	
<b>EUROZONE</b>																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	3.10	-1.30	-1.50	-7.10	0.6	-9.60	-0.70	2.00	1.80	-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	1.00	1.20	1.20	1.40	1.2	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	0.90		1.10	1.10	1.30	1.50		1.80	2.00	2.50	2.90	
10-jaars rente (% ultimo)	3.90	4.50	3.80	2.95		2.90	3.40	3.25	3.40		3.50	3.60	3.70	3.80		3.90	4.00	4.10	4.25	
<b>JAPAN</b>																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	3.5	-2.8	-5.1	-12.8	-0.7	-12.4	2.3	4.5	0.0	-5.6	2.0	1.9	3.0	2.9	2.1	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	-2.3	-2.2	-1.4	-1.9	-1.7	-1.2	-0.4	-1.3	0.10	0.30	0.30	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		0.66	0.46	0.35	0.30		0.30	0.30	0.30	0.30		0.30	0.50	0.50	0.70	
10-jaars rente (% ultimo)	1.29	1.30	1.46	1.40		1.34	1.36	1.30	1.30		1.35	1.35	1.40	1.70		1.70	1.80	1.80	2.00	
<b>CHINA</b>																				
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
Vending 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		1.50	1.70	2.10	2.50		2.40	2.30	2.50	2.60	
10-jaars rente (% ultimo)	3.86	4.09	3.58	1.79		2.38	2.42	2.94	3.25		3.45	3.60	3.75	3.90		4.00	4.10	4.20	4.30	
<b>VK</b>																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	2.3	1.6	0.3	-2.0	0.67	-5.0	-5.5	-5.0	-3.0	-4.6	0.0	1.2	2.0	2.2	1.4	2.1	2.0	2.0	2.1	2.1
CPI headline (% joj)	2.4	3.4	4.8	3.9	3.6	3.0	2.1	1.5	1.8	2.1	2.7	2.3	1.9	1.9	2.2	2.3	2.1	2.3	2.2	2.2
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	0.70		0.70	0.80	1.30	2.30		2.80	3.30	3.80	4.00	
10-jaars rente (% ultimo)	4.36	4.90	4.40	3.10		3.30	3.80	3.58	3.90		4.20	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	1.55		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	90		95	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	0.90		0.90	0.88	0.85	0.82		0.80	0.79	0.78	0.78	

Bron: ING

## 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.