

## Vlaag van optimisme

### Krachtig herstel in begin 2010, maar aanwakkerende tegenwind in 2011

De groei van de wereldeconomie zal gedurende een groot deel van 2010 verder versnellen, maar de centrale banken zullen mogelijk met beleidsverkrapping reageren. Dit, samen met de afloop van stimuleringsmaatregelen, kan leiden tot een terugval in de economische groei in 2011.

De economische groei in de VS kan dit voorjaar 4% bereiken. De opleving op de huizen- en arbeidsmarkt doet het vertrouwen toenemen. Een dalende spaarquote kan de bestedingen stimuleren en zich vertalen in meevallende economische groei in de komende drie kwartalen.

De Fed gaat mogelijk sneller over tot renteverhogingen dan de markten verwachten, met een sterke verkoopgolf van Amerikaanse Treasuries tot en met het 3e kwartaal 2010 als gevolg. Samen met de teruglopende budgettaire stimulering aan het eind van het jaar, duidt dit erop dat de economische groei op jaarbasis in 2011 tot onder 2% kan dalen.

De groeivooruitzichten voor de eurozone zijn ook verbeterd, alhoewel minder sterk dan in de VS. De groeiverschillen tussen de lidstaten nemen toe. Verder kan 2011 een groeivertraging laten zien als de budgettaire stimuleringsmaatregelen, behalve in Duitsland, worden teruggedraaid.

Het Britse begrotingsbeleid zal eerder worden verkrapt dan elders. Dit, gevoegd bij de 'kater' van de kredietchaarste, zal leiden tot een zwak herstel. Het zwakke pond zal dit slechts ten dele compenseren.

Het aarzelend herstel in Japan houdt aan. Remmende factoren zijn echter de zwakke arbeidsmarkt en consumptie.

Het beleid in China blijft in 2010 mogelijk ondersteunend, nadat in 2008/2009 een ramp is afgewend door forse stimuleringsmaatregelen.

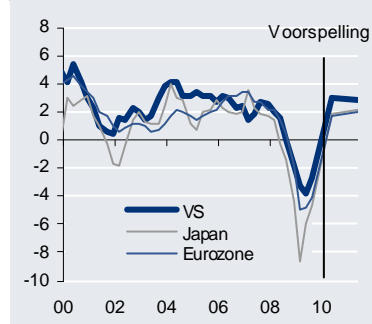
Het cyclisch dollarherstel is begonnen. De verwachting van een snellere verkrapping door de Fed en zorgen over Griekenland leidden tot een lagere EUR/USD. De markten onderschatten nog steeds de mate waarin de ECB de komende kwartalen qua beleidsverkrapping achter de Fed zal aanlopen.

**Mark Cliffe**  
Global Head of Financial Markets  
Research

**Rob Carnell**  
**Tim Condon**  
**James Knightley**  
**Chris Turner**  
**Peter Vanden Houde**

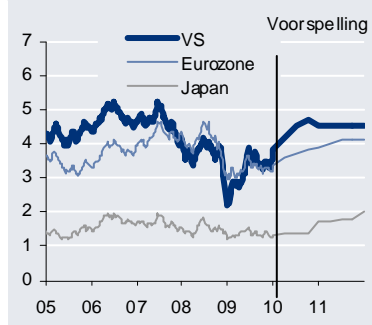
7 januari 2010

#### Effect crisis op bbp in G7



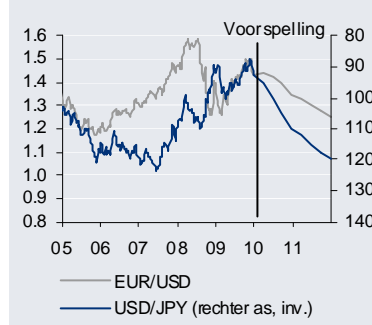
Bron: EcoWin, ING Forecasts

#### G-3 10jr rente overheidsobligaties



Bron: EcoWin, ING Forecasts

#### G-3 wisselkoersen



Bron: EcoWin, ING Forecasts

## VS

**De goede cijfers blijven komen**

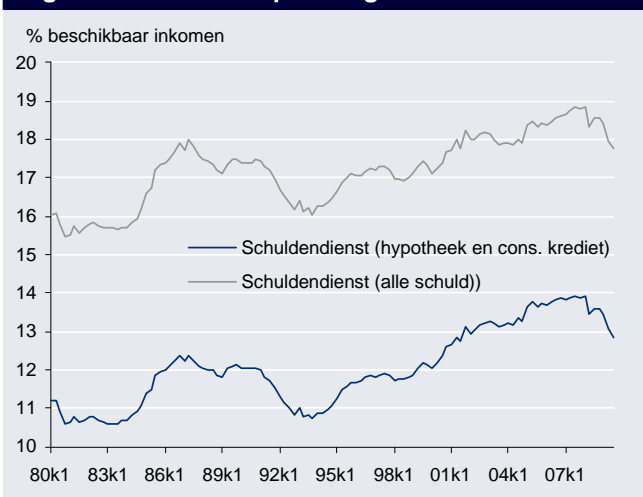
De vooruitzichten voor de Amerikaanse economie hebben zich begin 2010 gunstig ontwikkeld. De cijfers over de arbeidsmarkt verbeteren verder, hetgeen tot uitdrukking komt in een stijging van de detailhandelsverkopen en het consumentenvertrouwen. Ook over de woningmarkt is er goed nieuws te melden. De verkoop van bestaande woningen neemt scherp toe (al valt de verkoop van nieuwbouwwoningen in het duurdere segment tegen). De huizenprijzen gaan langzaam verder omhoog en geven een extra impuls aan de detailhandelsverkopen en het vertrouwen. Ook de industriële productie gaat nog steeds goed vooruit.

**Over het vierde kwartaal van 2009 wordt een nog sterkere bbp-groei verwacht dan de 2,2% in het derde kwartaal**

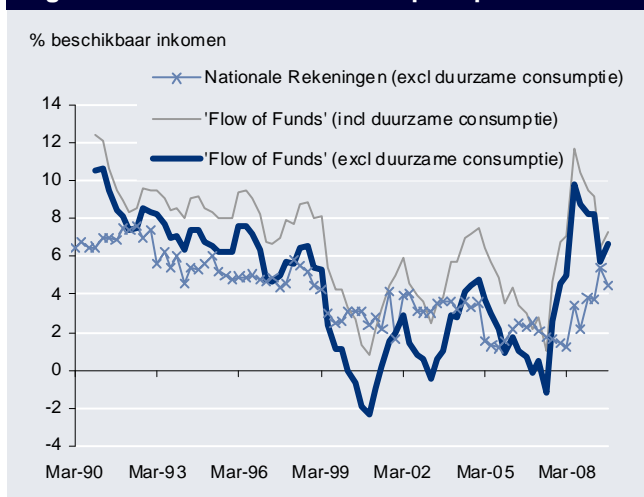
Het resultaat van dit alles is dat het bbp over het vierde kwartaal van 2009 nu dichterbij 3,0% zal liggen dan bij 2,0%, waarmee de groei in het derde kwartaal (definitieve raming 2,2%) ondanks het wegvallen van de sloopregeling voor auto's wordt overtroffen. Dit is een veel beter resultaat dan wij een paar maanden geleden hadden voorzien en brengt de gemiddelde economische groei over de afgelopen twee kwartalen dichtbij het trendmatige cijfer (circa 2,5%).

**Wisselwerking tussen groter optimisme en lagere spaarquote**

Zoals wij vorige maand al opmerkten, is de spaarquote – het verschil tussen de consumptieve bestedingen en het beschikbaar inkomen – één van de factoren die aanleiding geeft tot groter optimisme over de particuliere consumentenbestedingen. Door de verbeterende arbeidsmarktomstandigheden, de stijgende huizenprijzen, het groeiende consumentenvertrouwen en de stijging in het aantal hypotheekaanvragen zou de spaarquote van Amerikaanse gezinnen in 2010 kunnen dalen, en dus niet gestegen zoals veel analisten nog steeds verwachten. Over het derde kwartaal van 2009 heeft de spaarquote al een daling laten zien ten opzichte van het in het tweede kwartaal bereikte hoogtepunt. Of deze daling het begin van een nieuwe trend is of slechts een 'blijf' zal moeten blijken.

**Fig 1 Financiële verplichtingen huishoudens**

Bron: Federal Reserve

**Fig 2 Verschillende definities spaarquote**

Bron: EcoWin

**Schuldherstructurering door gezinnen duurt nog voort, maar het tempo zou veel lager kunnen zijn dan verwacht**

Een verdere daling van de spaarquote kan als slecht nieuws worden opgevat, althans door diegenen die vinden dat gezinnen hun hoge schulden moeten terugbrengen. Op de korte termijn draagt een lagere spaarquote echter bij aan een hogere economische groei. Bovendien, zelfs al gaan gezinnen weer meer schulden aan, dan hoeft dat nog niet direct te betekenen dat zij niet meer aan schuldherstructurering werken. Als de schuldopbouw minder snel verloopt dan de inkomensgroei is het immers mogelijk dat de verhouding (hypotheek)schuld ten opzichte van het inkomen alsnog vermindert. Dit

zou wel betekenen dat de schuldhierstructurering in een veel langzamer tempo gaat dan in het geval van schuldafbouw.

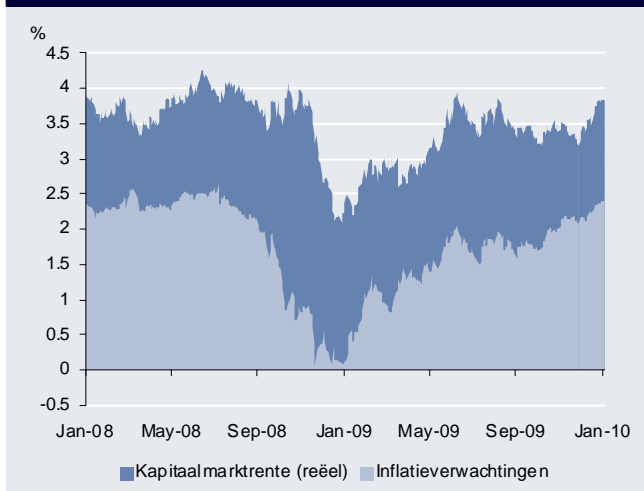
**TARP-overschotten zouden dit jaar ook een impuls kunnen geven**

Een extra budgettaire stimulans bestaande uit overgebleven TARP-fondsen zal de economische groei in 2010 naar verwachting een verder zetje geven. Precies op het moment dat in november tussentijdse verkiezingen worden gehouden, kan het worden aangewend om het “gat” te dichten dat het pakket maatregelen van Obama heeft achtergelaten. Desalniettemin kunnen eind 2010 tekenen van een groeivertraging in de Amerikaanse economie zichtbaar worden.

**De Fed zal de rente sneller verhogen, misschien zelfs eerder dan de markt verwacht**

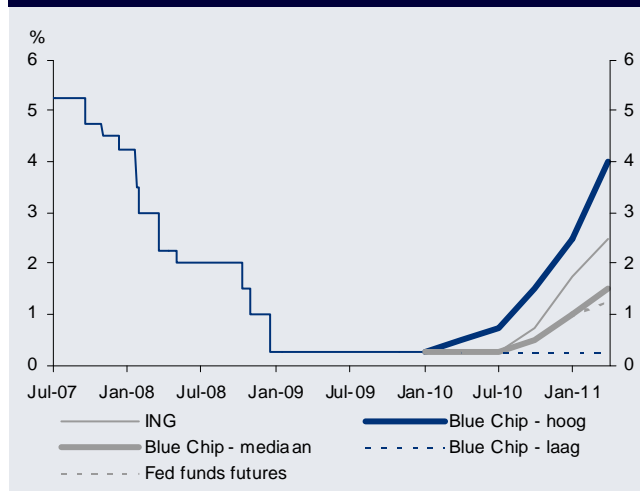
In onze visie zouden zorgen over mogelijke zeepbellen in vermogensprijzen en oplopende inflatieverwachtingen de Fed ertoe kunnen bewegen vanaf het derde kwartaal van 2010 de rente vrij snel te verhogen, tot 1,75% aan het eind van het jaar. Dit ligt duidelijk boven de consensus- of marktverwachting en gaat waarschijnlijk gepaard met een rendement op 10-jaars Treasuries dat eveneens boven de verwachtingen ligt; wij gaan uit van 4,70% in het derde kwartaal van 2010 terwijl onderzoeksbureau Blue Chip wijst 4,1% als consensus onder economen. Het is zelfs denkbaar dat de Fed al vóór het derde kwartaal de beleidsrente gaat verhogen – wellicht in reactie op druk vanuit de markten. De stijging van de yieldcurve, al is die goed voor de financiële sector, zou er op kunnen wijzen dat de Fed ‘behind the curve’ is, ofwel te traag reageert. Een eerste renteverhoging in juni 2010 kan dan ook niet worden uitgesloten, hoewel de Fed in dat geval het tempo van renteverhogingen zou kunnen matigen, waardoor het door ons verwachte eindejaarsniveau hetzelfde blijft.

**Fig 3 Reëel 10-jr rendement en inflatieverwachting**



Bron: EcoWin

**Fig 4 Fed funds: consensus- en marktverwachting**



Bron: December Blue Chip, Bloomberg

**Als de noodmaatregelen in het derde kwartaal van 2010 nog niet zijn teruggedraaid, kan dat als onverantwoordelijk worden bestempeld**

Als de huidige groeiopleving doorzet, dan zou de bbp-groei in het derde kwartaal van 2010 4% op jaarbasis kunnen bedragen, met andere woorden, ruim boven de trendmatige groei. Tegen zo'n achtergrond zullen de vermogensmarkten verdere, misschien wel substantiële, winsten boeken en de inflatieverwachtingen verder oplopen (al wordt dat waarschijnlijk niet gerechtvaardigd door de huidige, economische fundamenteën). De feitelijke inflatie (inclusief voedsel en energie) zal dan boven de 2% kunnen uitkomen en de kans dat kerninflatie, hoewel dan nog onder de 2% (dankzij een enorme reservecapaciteit en een afnemende loongroei), op deflatie wijst, zal beperkt zijn. In zo'n scenario lijkt een nulrente veel te accommoderend en kan men het de Fed niet kwalijk nemen dat ze wat meer stoom van de ketel haalt door in deze fase de rente te verhogen. De Fed kan de daaruit voortvloeiende zwakte op de

vermogensmarkten zelfs als een “gewenst” of ten minste een “aanvaardbaar” resultaat beschouwen om nieuwe “marktexcessen” te voorkomen. En alles welbeschouwd lijkt dit misschien niet eens zo gek. Het terugdraaien van de noodmaatregelen zou in de eerste fase dan ook vergezeld kunnen gaan van enige flexibiliteit op de markten, een hernieuwde daling van de obligatierendementen en een tragere economische groei aan het eind van 2010.

**De bbp-groei op kwartaalbasis in 2011 kan veel lager zijn dan in 2010**

Het is heel goed mogelijk dat de groeimatiging zich in 2011 voortzet. Ofschoon wij verwachten dat de Fed in 2011 een pauze van een aantal kwartalen zal inlassen om te zien hoe de eerste rentestappen uitwerken op de economie, zal het hogere renteniveau ook gepaard gaan met een hogere hypotheekrente en tevens met een minder stimulerend begrotingsbeleid. De bbp-groei over heel 2011 wordt geflatteerd door basiseffecten (de ING-prognose van 2,8% duidt op een respectabele bbp-groei in 2011). Op kwartaalbasis kan de groei echter opnieuw afnemen tot 1,5-2%, ten opzichte van 3-3,5% in 2010. Als de daling van de spaarquote in 2011 afzwakt, dan zal de groei van de consumentenbestedingen weer in de richting kunnen bewegen van de niveaus die meer in lijn zijn met de zwakke, onderliggende ontwikkeling van de werkgelegenheid en de lonen. Kortom, de mooi groeicijfers voor 2010 zullen zich in 2011 waarschijnlijk niet herhalen.

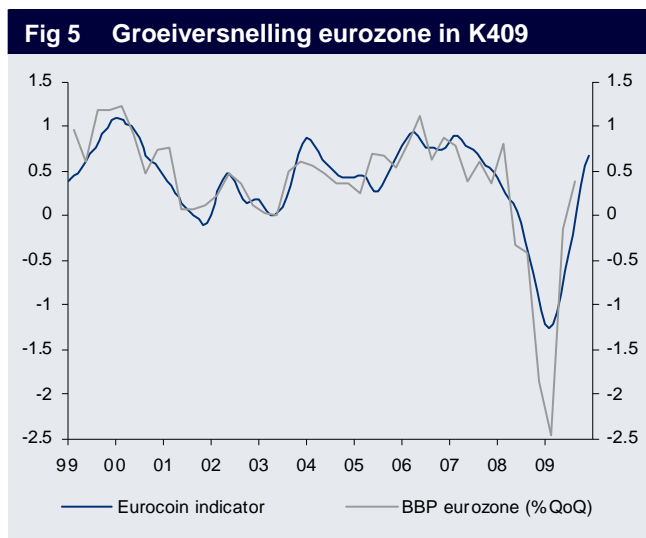
**Rob Carnell, Londen**

## Eurozone

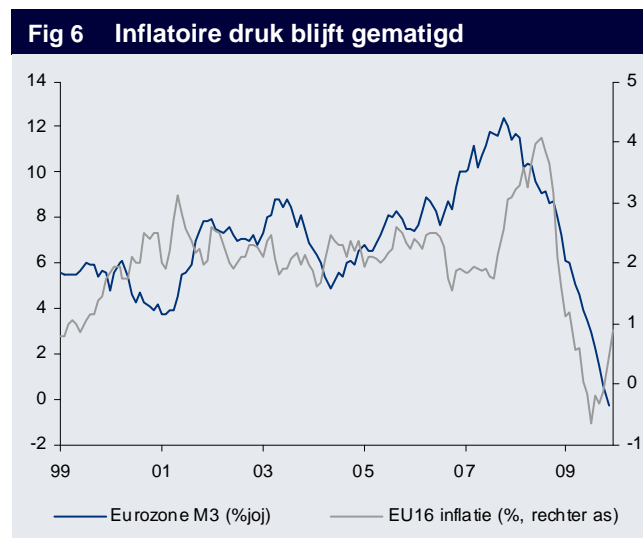
**De economie van de EU-16 is 2010 begonnen met een sterke groei..**

**...waardoor een vertraging in de eerste helft minder waarschijnlijk is geworden**

De economie van de eurozone heeft 2009 sterk afgesloten. De Eurocoin-indicator, een graadmeter van de onderliggende bbp-groei, steeg van 0,55 in november naar 0,68 in december. Dit belooft veel goeds nadat het bbp in het derde kwartaal al met 0,4% toenam. Zo zijn ook de meeste indicatoren van het producentenvertrouwen in het vierde kwartaal van 2009 verder gestegen en geven de forse orderontvangsten aan dat er op de korte termijn weinig vertraging te verwachten is. Wij hebben derhalve onze groeiprognose naar boven bijgesteld en gaan er niet langer van uit dat zich in de eerste helft van 2010, wanneer sommige budgettaire stimuleringsmaatregelen aflopen, een tijdelijke verzwakking zal voordoen. Ofschoon de kwartaalgroeicijfers volatiel kunnen blijven, verwachten wij dat het herstel doorzet, waarbij de consumptie en de woningbouw geleidelijk de rol van katalysator overnemen van de voorraadvorming en de export.



Bron: Datastream



Bron: Datastream

***Sterke  
orderontvangst en  
voorraadvorming zijn  
een goed voorteken  
voor de productie...***

Volgens enquêtes onder inkoopmanagers is de productie in de verwerkende industrie in december voor de vijfde achtereenvolgende maand gestegen, in een tempo dat sinds september 2007 niet zo hoog is geweest. Ondertussen treden de groeiverschillen tussen de lidstaten weer meer op de voorgrond: Duitsland en Frankrijk laten een krachtige groei zien, terwijl de productie in Spanje en Griekenland verder afnam. In de eurozone stegen de orderontvangst in december voor de vijfde maand op rij, waarbij de buitenlandse vraag in de afgelopen 2 jaar niet zo snel is toegenomen. Tegelijkertijd zijn de voorraden op een relatief laag niveau gebleven. Als de pakhuizen weer worden opgevuld, zal dit de productie een verdere stimulans kunnen geven.

***..terwijl de consumptie  
langzaam herstelt***

Het consumentenvertrouwen lijkt zich nu tijdelijk te stabiliseren, met aan de ene kant van het spectrum bezorgdheid over de werkloosheid en aan de andere kant vermogenswinsten. Toch duidt het huidige vertrouwensniveau reeds op een sterkere consumptiegroei, zoals ook blijkt uit de goede autoverkopen in december. Ook al is dit laatste voor een deel toe te schrijven aan de gesubsidieerde sloopregelingen, dan nog lijkt de onderliggende trend opwaarts gericht. Bovendien zal een stabilisatie van de arbeidsmarkt vanaf het tweede kwartaal leiden tot een hernieuwde stijging van het consumentenvertrouwen.

***De bbp-prognose voor  
2010 is opwaarts  
herzien..***

Wij hebben derhalve onze bbp-prognose voor 2010 naar boven bijgesteld tot 1,7% (was 1,4%). Tegelijkertijd hebben wij onze groeivoorzichten voor 2011 iets verlaagd, van 2,1% naar 2,0%. Met andere woorden, de huidige opleving zou volgend jaar al enigszins aan vaart kunnen verliezen, terwijl de economische groei dan alleen maar dankzij positieve basiseffecten hoger zou kunnen uitkomen dan in 2010. De reden voor de mogelijke groeivertraging is de slechte toestand van de overheidsfinanciën. Dit zou op twee manieren negatief kunnen uitwerken op de economische groei. Niet alleen zullen regeringen hun begrotingsbeleid aanmerkelijk moeten aanscherpen, ook de obligatierendementen zullen mogelijk stijgen wanneer de financiële markten zich zorgen beginnen te maken over de houdbaarheid van de overheidsfinanciën (de recente gebeurtenissen in Griekenland zijn in dat opzicht een waarschuwingssignaal).

***..al zal in 2011***

***waarschijnlijk enige  
vertraging optreden***

***Weinig inflatiegevaar op  
de middellange termijn***

Het inflatiecijfer is weer positief geworden: onder invloed van de hogere oliepijzen bedroeg de inflatie eind 2009 0,9% jaar-op-jaar. Toch neemt de onderliggende inflatie nog steeds af, tot 1,0% jaar-op-jaar in november 2009. De kerninflatie zou nog verder kunnen dalen gezien de relatief hoge werkloosheidsgraad en de lage bezettingsgraad in de verwerkende industrie. De groei van de geldhoeveelheid (M3), de voorkeursindicator van de ECB voor de inflatie op de middellange termijn in de eurozone, is gedaald van 0,3% in oktober naar een nieuw laagtepunt van -0,2% in november, hetgeen duidt op weinig inflatiegevaar op de middellange termijn.

***Wij verwachten nu een  
refirente van 1,50% eind  
2010***

De kredietcyclus blijft van essentieel belang voor het tijdstip van de eerste renteverhoging. Omdat de kredietverlening aan gezinnen, een voorlopende indicator voor de kredietmarkt als geheel, sinds kort weer toeneemt, voorzien wij voor het vierde kwartaal van dit jaar een meer algemene stijging van de kredietverlening. Dit zou het begin kunnen betekenen van een verkrappingscyclus. Wij gaan nu uit van een refirente van 1,50% aan het eind van 2010, maar doordat de ECB de liquiditeitssteun voor de financiële sector al eerder aan banden legt, zullen de geldmarkttarieven al vanaf het tweede kwartaal oplopen. Wat de obligatierendementen betreft, verwachten wij dat deze zich opwaarts zullen bewegen, al is het vrij onwaarschijnlijk dat het rendement op de Duitse 10-jaars Bund dit jaar de drempel van 4% bereikt.

***Peter Vanden Houte, Brussel***

## Verenigd Koninkrijk

**Begrotingsconsolidatie en slechte fundamentele verhoudingen wijzen op een zwakke groei**

De recente cijfers over de Britse economie hebben de meeste mensen overtuigd dat de recessie voorbij is. De inkoopmanagersindices duiden, via stabiele vertrouwenscijfers, betere kredietvoorwaarden en gezonde winsten, op een mogelijk krachtige groei in de komende kwartalen. Gezien het feit echter dat het begrotingsbeleid nu wordt aangescherpt en de economische omstandigheden voor gezinnen zwaar blijven, zijn wij bezorgd dat een goed begin van 2010 zal overgaan in een slechter einde van 2010 / begin van 2011.

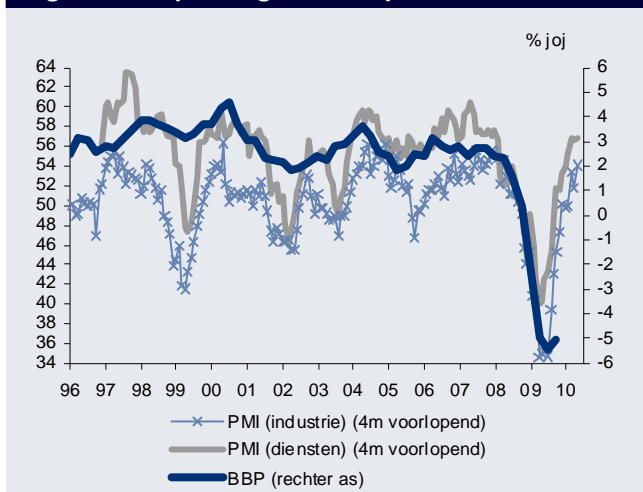
**Het tempo van de budgettaire verkrapting zal het hoofdthema zijn in de verkiezingsstrijd**

Het begrotingstekort blijft toenemen: de komende paar jaar lijkt een schuldquote van meer dan 90% van het bbp tot de mogelijkheden te behoren. De tot dusverre door de regering genomen maatregelen omvatten een verhoging van de btw én de premies voor volksverzekeringen en de invoering van een nieuwe schijf van de inkomstenbelasting van 50% voor de hoogste inkomens. De financiële markten zijn echter bezorgd dat dit niet genoeg is om het tekort voldoende terug te dringen en een verlaging van de kredietwaardigheid van de Britse overheid te voorkomen. Zoiets zou een ernstige smet op het imago van het Verenigd Koninkrijk werpen. Het zou een gevaar betekenen voor de investeringen en de financieringskosten in de gehele economie kunnen opdrijven. Dit zou de groeivoorzichten voor de Britse economie duidelijk schaden. Als echter in de vroege stadia van het herstel te snel wordt overgaan tot het verhogen van de belastingen en het beperken van de overheidsbestedingen, bestaat het risico dat het Verenigd Koninkrijk weer in een recessie belandt. Dit 'koordansen' is een belangrijk dilemma voor politici en zal het hoofdthema vormen bij de komende algemene verkiezingen.

**Het VK loopt achter bij de meeste ontwikkelde markten**

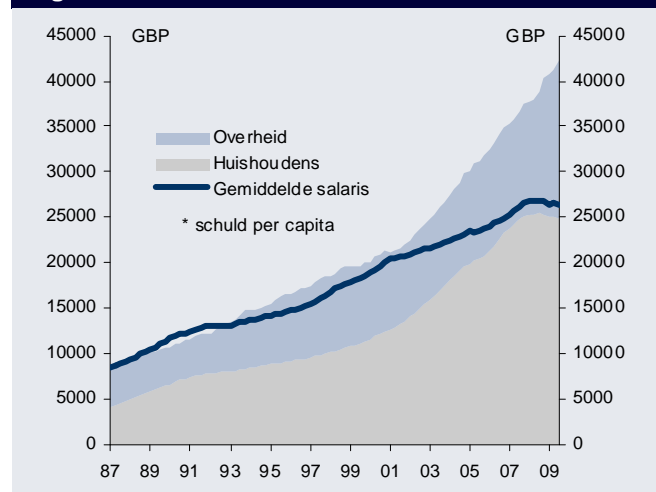
Volgens de huidige opiniepeilingen wordt de conservatieve oppositie na de verkiezingen de grootste politieke partij. Omdat de conservatieven het tekort willen terugdringen, duidt dit erop dat de economie het in de nabije toekomst zwaar te verduren zal krijgen. Niettemin is een 'hung parliament' (waarin geen enkele partij een meerderheid heeft) ook heel goed mogelijk, met als risico een stagnatie op het budgettaire front als de politieke partijen het niet eens kunnen worden over het te voeren beleid. Tegen de achtergrond van deze zorgen, alsook het feit dat de meeste andere landen in 2010 nog enige vorm van begrotingsstimulans zullen geven, zal de Britse economie het tijdens de opgaande cyclus minder goed doen dan andere landen.

**Fig 7 Inkoopmanagers en bbp**



Bron: EcoWin

**Fig 8 Schuldenlast\* VK**



Bron: EcoWin, ING

***De prognoses van de regering en de BoE lijken te optimistisch...***

***...de trendmatige groei in het VK zal in de toekomst mogelijk dichterbij 2% uitkomen***

Ook de particuliere sector blijft kwetsbaar gezien de zwakke arbeidsmarkt. Dit laatste geldt met name voor overheidsbanen tegen de achtergrond van een zuinige overheid. Nu de loongroei gematigd blijft, de sociale uitkeringen naar verwachting teruggeschroefd worden en de belastingen stijgen, zal het reële besteedbare inkomen van gezinnen de komende één tot twee jaar waarschijnlijk afnemen. Om de consumentenbestedingen te laten stijgen, zullen huishoudens hun spaarquote moeten verlagen. Omdat gezinnen echter nog volop bezig zijn om hun schulden af te lossen, lijkt hooguit een bescheiden daling mogelijk, hetgeen erop duidt dat de groei van de consumptie nog geruime tijd zwak zal blijven. Dit versterkt onze inschatting dat zowel de regering als de Bank of England te optimistisch is met de prognose dat de economie de komende paar jaar met meer dan 3% zal groeien. Wij denken dat een groei van minder dan 2% waarschijnlijker is, zodat de inflatiedruk beperkt wordt en er minder noodzaak is voor een snelle verkrapping van het monetaire beleid.

***James Knightley, Londen***

## Japan

***Herstel zet zich voort, maar vanaf een smalle basis***

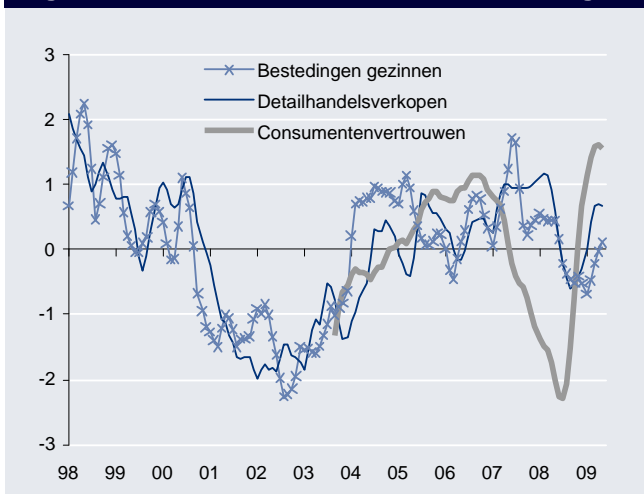
***Markten reageren positief op stimuleringsmaatregelen van Japanse overheid***

***Maandindicatoren in december over het algemeen beter dan verwacht***

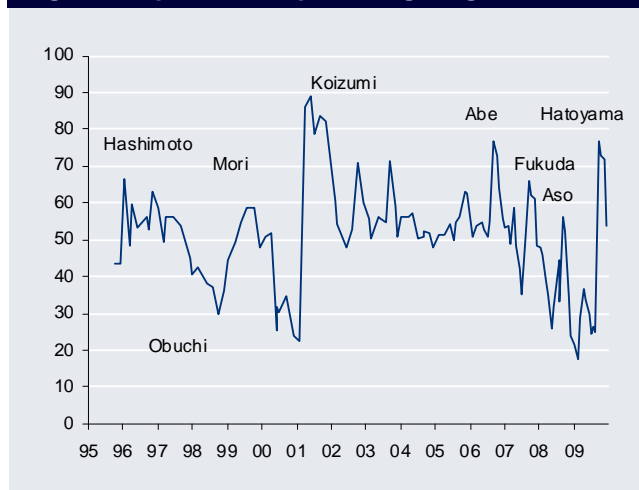
De Japanse economie, die sterk afhankelijk is van de export, heeft het aarzelende herstel in december voortgezet. De Japanse regering en de centrale bank hebben de afgelopen maand maatregelen getroffen om de economische groei te steunen. Hierdoor is de kans op een terugval in de komende maanden afgenomen.

Initiatieven van de overheid om de economie nieuw leven in te blazen zijn door de financiële markten goed opgepakt. Zoals de autoriteiten gehoopt hadden, daalde de yen in waarde ten opzichte van de Amerikaanse dollar (-6% in december). De Topix-aandelenindex won 9,4%. De 3-maands interbancaire rente (TIBOR) daalde met zes basispunten naar 0,46%, terwijl het effectief rendement op 2-jaars staatsobligaties vier basispunten terugviel naar 0,159%. In reactie op beleidsmaatregelen van de Japanse centrale bank hebben de banken de rentemarge vergroot. De vrees voor kredietproblemen is enigszins afgenomen nu de 3-maands TED-spread voor Japanse banken met zeven basispunten is gedaald naar 26 basispunten. De impliciete volatiliteit besloten in Nikkei 225 indexopties zette in december haar neerwaartse trend voort en eindigde het jaar op het laagste punt. Deze financiële ontwikkelingen zullen het economisch herstel ondersteunen.

De economische cijfers hebben de financiële markten eveneens geholpen: de groeicijfers waren sterker dan verwacht. Belangrijke indicatoren voor de economische bedrijvigheid (exportvolumes, industriële productie, voorlopende indicatoren) wijzen nog altijd op een economisch herstel. De consumentenvraag blijft echter achter bij de economische opleving. De detailhandelsverkopen bevinden zich op een conjunctureel dieptepunt. Wel lag de werkloosheid in november (5,2%) onder het piekniveau van 5,7% in juli. Deze afname was echter het gevolg van een daling van het arbeidsaanbod en niet van een herstellende banencreatie. Bedrijven waren tijdens de economische teruggang in de tweede helft van 2008 en de eerste helft van 2009 terughoudend in het ontslaan van medewerkers. Daardoor is een groot deel van het arbeidspotentieel onderbenut. De overcapaciteit is dusdanig dat de economie sterk kan groeien als de vraag groot genoeg is. De keerzijde hiervan is echter dat een aantrekkende vraag met name door een stijgende arbeidsproductiviteit en niet door banencreatie zal worden opgevangen.

**Fig 9** Indicatoren voor consumentenbestedingen

Bronnen: MHLW, ESRI, Japans bureau voor de statistiek

**Fig 10** Populariteit Japanse regering

Bron: Nikkei Net Inc.

Een bron van zorg is de Japanse staatsschuld. Bij de komende veiling van Japanse staatsobligaties zal blijken hoe groot de vraag van beleggers is. De stabiliteit van de markt is met name afhankelijk van de vraag of de overheid instellingen als banken institutionele beleggers kan overreden om hun vermogen voor een aanzienlijk deel te blijven beleggen in vastrentende waarden in JPY. Gezien de verslechtering van de overheidsfinanciën gedurende de afgelopen tien jaar is het opmerkelijk dat voorgaande regeringen de vraag van beleggers naar Japanse staatsobligaties hebben kunnen vasthouden. Dit trackrecord duidt erop dat de stabiliteit zal worden gehandhaafd. De zwakke toestand van de economie en het ontbreken van echt commitment van de overheid om de groei te stimuleren en de overheidsfinanciën te consolideren, baren echter zorgen.

Een catastrofe kan worden afgewend als Japanse beleggers hun vizier op de thuismarkt gericht houden. Vanwege de torenhoge overheidsschuld (meer dan 200% van het bbp) moeten beleggers gerustgesteld worden omtrent de waardevastheid van de yen. Anders gaan zij op zoek naar alternatieven voor laagrentende JPY-deposito's, met als gevolg dat banken schatkistpapier en kortlopende staatsobligaties moeten gaan verkopen om deze uitstroom te financieren. De Japanse overheid is kwetsbaar voor reputatierisico's. Beloften van de regering om de economie een bestedingsimpuls te geven hebben geleid tot bezorgde reacties van internationale kredietbeoordelingsbureaus.

***Onwaarschijnlijk dat  
nieuwe minister van  
Financiën succesvolle  
'begrotingshavik' wordt***

Het aftreden van Hirohisa Fujii als minister van Financiën zal naar verwachting niet tot complicaties leiden bij de behandeling van de begroting voor begrotingsjaar 2010. De coalitiepartijen hebben al overeenstemming bereikt over de belangrijkste details. De economie zal waarschijnlijk blijven groeien tot medio 2010, wanneer de helft van de Senaat opnieuw zal worden gekozen. In de opiniepeilingen is de DPJ de afgelopen weken teruggezaakt. Een bron van zorg voor beleggers in Japanse staatsobligaties is dat de coalitiepartners de wens hebben het begrotingsbeleid mogelijk verder te versoepelen om de verkiezingskansen van de DPJ te vergroten. Fujii was de afgelopen maanden nogal dubbelzinnig over de koers van de JPY. Wellicht zal de benoeming van een nieuwe minister van Financiën een extra impuls geven aan de campagne van de DPJ om de JPY als onderdeel van haar reflatiestrategie te verzwakken (of in ieder geval meer duidelijkheid over de gedachtegang verschaffen).

**Lindsay Coburn (Onafhankelijk adviseur ING)**

## China

**China heeft de wereld 'gered'**

De beleidsomgeving die de Chinese autoriteiten vanaf september 2008 hebben doorgevoerd, heeft volgens ons een belangrijke rol gespeeld bij het stoppen van de vrije val waarin de wereldeconomie na de paniek rond Lehman terecht kwam. De stimulering van de binnenlandse vraag compenseerde de ingestorte exportvraag voor een belangrijk deel. Daardoor overtrof de bbp-groei in 2009 de doelstelling van de autoriteiten van 8% (prognose ING: 8,6%), iets wat aan het begin van het jaar in brede kring nog voor onmogelijk werd gehouden (de cijfers verschijnen tussen 18 en 22 januari). Voor China belangrijke exportlanden, voornamelijk in Noord-Azië maar ook Australië, konden in navolging van China snel opveren uit de crisis.

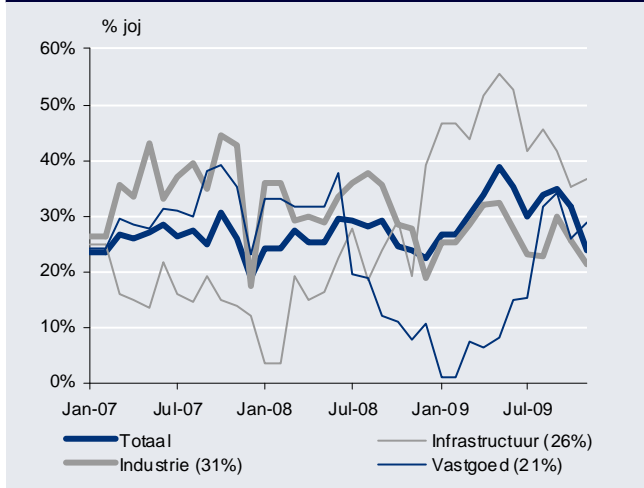
**Dankzij omvangrijke beleidsmaatregelen ...**

Het pakket van stimuleringsmaatregelen was enorm van omvang. Via het begrotingsbeleid leverde de centrale overheid tussen het vierde kwartaal van 2008 en het vierde kwartaal van 2009 een bijdrage gelijk aan 2% van het bbp aan dit pakket. Dit resulteerde in een versnelling van de groei van infrastructurele investeringen van 20% vóór de crisis tot meer dan 50% halverwege 2009.

**... met name op monetair gebied**

De monetaire stimuleringsmaatregelen waren aanzienlijk groter van omvang. De kredietverlening is in 2009 naar schatting met zo'n CNY 10.000 miljard ofwel 35% toegenomen, waardoor het kredietvolume als percentage van het bbp met 20 procentpunt toenam. Een deel daarvan ging naar de vastgoedsector en leidde tot een forse groeiversnelling van de investeringen in vastgoed. De grote schommelingen in de kredietverlening op maandbasis brachten beleggers echter in verwarring, met name de daling van CNY 1,53 biljoen in juni naar CNY 356 miljard in juli. De vrees voor een 'boom-bust' in China zette de koersen van risicovolle beleggingen wereldwijd kortstondig onder druk.

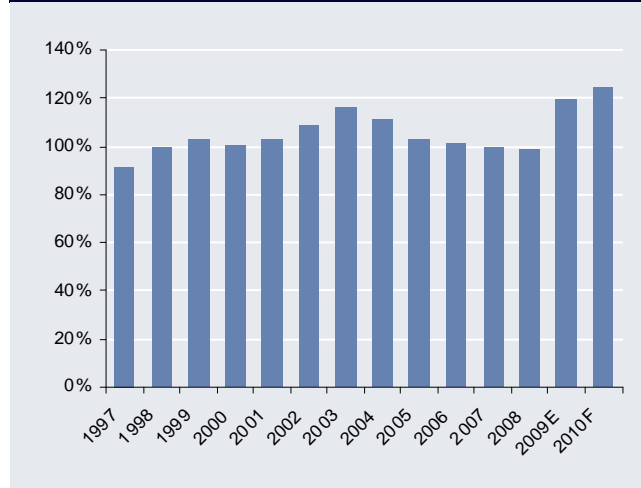
**Fig 11 Investeringsgroei**



Note: Aandeel in totale investeringen in 2008 tussen haakjes vermeld.

Bron: CEIC, ING

**Fig 12 Leningen financiële instellingen/bbp**



Noot: Uitgaande van een kredietproductie van CNY 8 biljoen en nominale bbp-groei van 10% in 2010.

Bron: CEIC, ING

We verwachten dat het ruime beleid in 2010 zal worden voortgezet. De tweede helft van de bijdrage van de centrale overheid aan het budgettaire stimuleringspakket moet dit jaar nog worden besteed. Hoewel functionarissen van de Chinese centrale bank hebben gesproken over het terugschroeven van de kredietverlening, zou een groei aan de bovenkant van de in de media genoemde bandbreedte (van CNY 6 tot 8

**Ruim financieel  
beleid...**

biljoen) een groei van 20% op jaarbasis betekenen. Hiermee zou de kredietverlening als percentage van het bbp met nog eens 15 procentpunt toenemen. Een groei aan de onderkant van de bandbreedte zou een kredietgroei van 15% betekenen, waarmee de kredietverlening als percentage van het bbp met 5 procentpunt zou toenemen.

**... dat mogelijk  
verkrapt gaat worden**

Uit de afzwakkende investeringsgroei en de dalende kredietgroei gedurende de afgelopen twee maanden kunnen we echter afleiden dat de deur al op een kier staat om de stimuleringsmaatregelen terug te draaien, met name de monetaire stimulering. We denken niet dat een appreciatie van de CNY hierop van invloed zal zijn. We verwachten dat de export pas in het derde kwartaal van 2010 zal zijn teruggekeerd op het niveau van vóór de paniek rond Lehman. En dat blijft een belemmering voor China om een waardeinstijging van de CNY toe te staan.

**Nervositeit over exit-  
strategie**

De exit-strategie uit het buitengewoon verruimend monetair beleid vormt wereldwijd een beleggingsthema voor 2010. De grootste nachtmerrie voor beleggers dit jaar is dat de Chinese en de Amerikaanse centrale bank beide hun exit-strategie verknoeien. Gezien de goede staat van dienst van de Chinese beleidsmakers handhaven wij echter ons basisscenario waarin de nervositeit slechts kortstondig zal zijn.

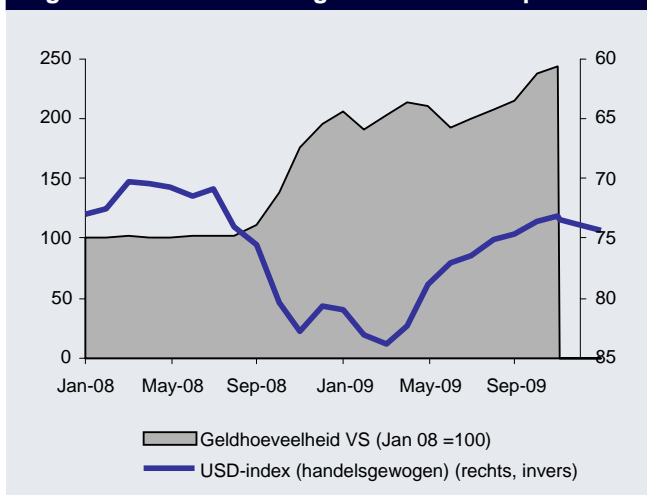
*Tim Condon, Singapore*

## Valutamarkten

**De dollar is circa 5%  
meer waard geworden  
vergeleken met valuta's  
uit de 'oude wereld'**

Sinds de update van vorige maand is de dollar in vergelijking met andere belangrijke valuta's – vooral valuta's uit de 'oude wereld', zoals de EUR en de JPY – zo'n 5% in waarde gestegen. Wij schrijven het herstel van de dollar toe aan meerdere factoren, zoals de verbetering van de Amerikaanse macrocijfers, de begrotingsperikelen in de perifere eurozone en de verminderde liquiditeit in de kerstperiode. De grote vraag is of dit een valse start is of het daadwerkelijke begin van de cyclische dollarrally die wij in 2010 verwachten. Wij hopen het laatste.

**Fig 13 Afromen overtollige reserves USD-positief**



Bron: EcoWin

**Vermindering van  
dollarreserves zou  
positief moeten zijn  
voor USD in tweede  
kwartaal 2010**

Met een basisscenario dat de Amerikaanse macrocijfers in de eerste helft van het nieuwe jaar verder verbeteren, komt een restrictieve koers door de Fed dichterbij. Het rendement op kortlopende Amerikaanse obligaties heeft hier al op gereageerd met een stijging van 30-40 basispunten sinds begin december. Daarnaast zou het realistische vooruitzicht dat de Fed in het tweede kwartaal van 2010 begint met het afbouwen van

**Fig 14 Zorgen over Griekenland drukken EUR/USD**



Bron: EcoWin, ING

de uiterst stimulerende beleidsmaatregelen, voldoende moeten zijn om het vroege opwaartse momentum van de dollar ten opzichte van andere belangrijke valuta's in stand te houden. Vooral de kwantitatieve versoepeling door de Fed en de verdubbeling van haar balans werden in brede kring gezien als oorzaak van de daling van de dollar sinds maart 2009. Het zou geen verrassing zijn als de Fed, vooruitlopend op een verhoging van de beleidsrente in het derde kwartaal van 2010, in het tweede kwartaal al overgaat tot onttrekking van overtollige reserves, door middel van 'reverse repo's', door een verhoging van het rentetarief voor reserves die worden aangehouden bij de Fed of door het aanbieden van termijndeposito's. Feedback hierover van de Amerikaanse banken wordt begin februari verwacht. In theorie zou een vermindering van de overtollige reserves binnen het financiële stelsel positief moeten zijn voor de dollar. Hetzelfde geldt voor een stijging van de korte rente, waardoor het duurder wordt om het valutarisico van beleggingen in de VS af te dekken.

***Situatie in Griekenland  
kan de zwakte van de  
EUR/USD verergeren...***

***nu het herstel in de VS  
duurzamer lijkt***

Hierbij moet worden opgemerkt dat de daling van de euro sinds december voor een deel kan worden toegeschreven aan ongerustheid in de markt over de problemen in Griekenland. Dit is niets nieuws, maar de CDS-premie op Griekse staatsleningen is nu even hoog als in januari en deze Griekse bijkomstigheid is misschien genoeg om de EUR/USD verder te verzwakken nu het Amerikaanse herstel duurzamer lijkt. Wij denken dat de EUR/USD in december op 1,5140 een top heeft bereikt en dit jaar weer zal dalen naar 1,35.

Verder zullen de als noodmaatregel toegepaste versoepeling door de Japanse centrale bank in december en de toegenomen druk van de Japanse overheid op de Bank of Japan om weerstand te bieden aan de deflatie er waarschijnlijk voor zorgen dat de JPY de favoriete financieringsvaluta van beleggers wordt. Wij denken dat de USD/JPY in het tweede kwartaal van 2010 zal uitkomen op 100. Daarnaast denken wij dat het GBP, hoewel deze valuta op lange termijn bezien nog steeds goedkoop is, door event-risico's (de kans op verlies door eenmalige gebeurtenissen, zoals de belastingverhogingen in april en de waarschijnlijk in mei te houden algemene verkiezingen) in het eerste half jaar van 2010 zal achterblijven.

***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
<b>VERENIGDE STATEN</b>																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	-0.70	1.50	-2.70	-5.40	0.4	-6.40	-0.70	2.2	3.0	-2.6	3.00	3.80	4.20	3.10	3.00	2.80	2.10	1.90	1.80	2.8
CPI headline (% joj)	4.20	4.40	5.20	1.50	3.8	-0.10	-1.20	-1.30	1.50	-0.3	2.80	3.00	2.60	2.20	2.70	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	3.79		4.20	4.50	4.70	4.50		4.50	4.50	4.50	4.50	
<b>EUROZONE</b>																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	3.30	-1.30	-1.70	-7.30	0.5	-9.40	-0.60	1.50	2.10	-3.9	2.00	1.60	2.00	2.40	1.7	2.30	1.90	1.60	1.50	2.0
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	1.50		1.75	2.25	2.50	2.75	
3-maands rente (% ultimo)	4.70	4.85	5.28	2.96		1.50	1.30	0.75	0.71		0.85	1.15	1.25	1.75		2.00	2.50	2.75	2.85	
10-jaars rente (% ultimo)	3.90	4.50	3.80	2.95		2.90	3.40	3.25	3.25		3.60	3.70	3.80	3.90		4.00	4.10	4.10	4.10	
<b>JAPAN</b>																				
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	-2.0	-1.3	-1.6	-1.3	-0.8	-0.2	-1.0	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	0.50
3-maands rente (% ultimo)	0.90	0.90	0.96	0.70		0.60	0.40	0.37	0.20		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		1.40	1.40	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	0.4	-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	1.27		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	2.99		3.20	3.40	3.60	3.80		4.00	4.10	4.20	4.30	
<b>VK</b>																				
BBP (% kok, op jaarbasis)	2.4	1.7	0.2	-2.1	0.5	-5.2	-5.8	-5.1	-2.8	-4.8	0.4	1.5	1.9	1.7	1.4	1.5	1.7	2.0	2.2	1.9
CPI headline (% joj)	2.4	3.4	4.8	3.9	3.6	3.0	2.1	1.5	2.0	2.2	2.9	2.4	2.0	1.9	2.3	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	1.50		2.00	2.50	2.75	3.00	
3-maands rente (% ultimo)	6.01	5.95	6.30	2.80		1.70	1.19	0.54	0.60		0.70	0.80	1.30	1.80		2.30	2.80	3.10	3.20	
10-jaars rente (% ultimo)	4.36	4.90	4.40	3.10		3.30	3.80	3.58	4.01		4.40	4.70	4.60	4.60		4.70	4.90	5.00	5.00	
US dollar per euro (ultimo)	1.57	1.57	1.41	1.40		1.33	1.38	1.45	1.50		1.44	1.42	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		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	6.83		6.82	6.81	6.72	6.62		6.59	6.56	6.52	6.49	
Pond sterling per euro (ultimo)	0.79	0.79	0.79	0.96		0.92	0.85	0.86	0.92		0.92	0.90	0.87	0.85		0.84	0.83	0.82	0.80	

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 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.