

ABN AMRO

QUARTERLY

2010 Q1

Ontwikkelingen op de financiële markten

afsluitdatum 8 januari 2010

Inhoudsopgave

Column - De nieuwe realiteit begint te dagen	1
Economische vooruitzichten - Geen tweede recessie	2
Rente - Zorgen over overheidsfinanciën?	3
Aandelen - Voortgaand herstel	4
Monetair beleid - Een nieuw jaar een nieuw begin	5
Valuta - Cruciale weken	6
Grondstoffen - Herstel grondstofprijzen zal gestaag doorzetten	7

Colofon

ABN AMRO Quarterly wordt uitgegeven door het Economisch Bureau in opdracht van Global Markets.

Ons adres is:

ABN AMRO Bank NV, Economisch Bureau (HQ9145), Postbus 283, 1000 EA AMSTERDAM

Informatie over de artikelen kan bij de genoemde analisten worden verkregen.

Aanmeldingen en opzeggingen per e-mail naar Economisch Bureau, e-mailadres: ABN.AMRO.Group.Economics@nl.abnamro.com

© 2010 ABN AMRO Bank N.V.

Disclaimer

Dit document dient uitsluitend ter informatie en wij geven, hoewel het document is gebaseerd op informatie die betrouwbaar wordt geacht, geen garantie aangaande de juistheid of volledigheid hiervan. ABN AMRO Bank N.V. (ABN AMRO) accepteert geen enkele aansprakelijkheid voor de informatie opgenomen in dit document. De weergegeven marktinformatie alsmede de opinies, prognoses, aannames, schattingen, afgeleide waarderingen en koersdoelstelling(en) die zijn opgenomen in dit rapport en die de opinie van de auteur vormen dateren van de aangegeven datum en kunnen op enig moment zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Hoewel wij ernaar streven de in dit document opgenomen informatie en opinies naar redelijkheid te actualiseren, kunnen er op grond van de regelgeving, compliancevereisten of andere oorzaken redenen zijn waardoor dit niet mogelijk is. Dit document vormt geen uitnodiging of aanbod tot het kopen of verkopen van effecten of andere financiële instrumenten. Dit document is niet bedoeld voor natuurlijke personen die niet handelen in de uitoefening van een beroep of bedrijf. De informatie in dit document mag niet - geheel of gedeeltelijk - voor enig doel worden vermenigvuldigd, opnieuw worden verspreid of gekopieerd zonder de uitdrukkelijke voorafgaande toestemming van ABN AMRO. ABN AMRO is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam.

De nieuwe realiteit begint te dagen

Column

Toen ik jong was, was de wereld overzichtelijk. Wij waren het rijke, vrije westen. De Amerikanen waren de leiders, maar Holland sprak vaak een woordje mee. Dan waren er de communistische landen, onze vijanden. Daar was de levensstandaard duidelijk lager dan bij ons en waren mensen niet vrij. Ten slotte was er een derde groep landen waarvan de aanduiding in de loop der jaren steeds veranderde. Ze waren heel arm. Heel vroeger noemden we ze de 'onderontwikkelde gebieden'. Daarna werden het 'ontwikkelingslanden'. Weer later heetten ze LDCs, *less developed countries*. Toen er onderscheid in deze groep landen ontstond, werd een kleine groep NIEs genoemd, dat stond voor *newly industrialising countries*. Toen een steeds grotere groep van deze landen de smaak te pakken kreeg wat betreft economische ontwikkeling werden het *emerging economies*, opkomende economieën.

Ondanks de verschillende benamingen voor deze laatste groep landen bleef er een belangrijke karakteristiek: het bleven volatiele economieën die regelmatig ten prooi vielen aan een crisis. Veel van deze landen poogden zich in de jaren tachtig te ontworstelen aan de schulden crisis. In diverse landen werd de kwaliteit van het economisch beleid daarbij met horten en stoten verbeterd. Meestal gebeurde dit onder leiding van in de VS opgeleide economen, die vaak 'technocraten' werden genoemd. Ook speelde het IMF niet zelden een rol bij het in de juiste banen leiden van het economische beleid.

Toen de ergste problemen van de schulden crisis in de jaren negentig waren overwonnen, vielen de landen in Azië ten prooi aan de Azië-crisis, die uitstralingseffecten had naar Latijns Amerika en ook Brazilië en Argentinië dwarsboomde. Veel economieën leden enorme pijn doordat zij sterk krompen en de beleidsmakers niet in staat waren tegengas te geven. Maar ook die crisis werd overwonnen.

Al die problemen hebben de beleidsmakers in de opkomende economieën geleerd dat ze weerbaar moeten zijn en dat ze wat stootkussens moeten hebben. De lessen van de in het westen geschoolde 'technocraten' waren simpel: zorg voor gezonde overheidsfinanciën, hou de overheidsschuld laag, zorg voor goede *governance* structuren, hou de inflatie in toom, maak als het kan de centrale bank onafhankelijk, laat marktkrachten de wisselkoers bepalen, privatiseer waar redelijkerwijs mogelijk, geef ruimte aan marktkrachten in de economie, bouw een behoorlijke deviezenreserve op etc.

In 2007 was het echter opnieuw raak. Een ernstige crisis trof tal van landen. Maar het grote verschil met eerdere crises is dat het niet de 'ontwikkelingslanden' zijn die het zwaarst zijn getroffen. Toegegeven, doordat de wereldhandel sterk is

gekrompen, kregen de opkomende economieën die sterk van de wereldhandel afhankelijk zijn een geweldige optater. Maar hun bankwezen is op orde en de overheidsfinanciën staan er goed voor. Zo was er ruimte voor een behoorlijke beleidsimpuls zonder de overheidsfinanciën direct over de kling te jagen. Hun economieën zijn flexibel en in het herstel dat inmiddels begonnen is, lopen de deze landen nadrukkelijk voorop.

Wat nog opmerkelijker is, is dat deze landen er op veel punten aanmerkelijk sterker voorstaan dan wij, het rijke westen. In Nederland valt het dan nog mee met de overheidsfinanciën, maar kijk eens naar Japan, Griekenland, maar ook het VK en de VS. De bruto staatsschuld in de VS en het VK, bijvoorbeeld, loopt dit jaar richting 90% BBP. In Nederland is dat 'nog maar' 65%, maar vergelijk dat eens met Brazilië: 47%, Mexico: 42%, Rusland: 14% of China: 21%. De begrotingstekorten geven hetzelfde beeld. De VS en het VK hebben tekorten van meer dan 10% BBP. Bij ons is het dan weliswaar nog niet zo slecht met ongeveer 6%. Maar Brazilië heeft een tekort van 3% en China van ietsjes meer. Rusland is dan weer wel ruim 5% en India zit iets boven Nederland met 7%, maar dus duidelijk onder het VK of de VS.

Ook op inflatiegebied hebben opkomende economieën veel bereikt in de laatste twintig jaar. Bijna overal is de inflatie behoorlijk onder controle. Gelukkig is dat bij ons ook zo.

Maar de conclusie is onttrouwerend. Ja, wij hebben een hoger BBP per hoofd van de bevolking dan in opkomende economieën. Maar hoe lang blijft dat nog zo? Zij hebben veel groeipotentie en hebben hun zaakjes goed op orde. Bij ons is de boel ontspoord en moeten alle zeilen worden bijgezet om weer tot houdbare overheidsfinanciën te komen.

Hoe is het mogelijk dat die in het westen opgeleide technocraten zoveel bereikt hebben in de opkomende economieën terwijl hun lessen in het westen zelf kennelijk minder ter harte zijn genomen?

Geleidelijk begint de nieuwe realiteit echter te dagen. Als er aan de kredietwaardigheid van overheden wordt getwijfeld, betreft het tegenwoordig niet een land uit de groep van de minder ontwikkelde economieën, maar juist zogeheten ontwikkelde economieën. Zullen onze beleidsmakers op tijd bijsturen? Zal er onder de bevolking voldoende bereidheid zijn op pijn te dragen om de situatie op termijn gezond te krijgen? Ik moet het nog zien. Inmiddels lachen beleidsmakers in opkomende economieën in hun vuistje, denk ik. Toen ik klein was, waren 'wij' veel rijker dan de rest van de wereld. Voor mijn kleinkinderen zal het heel anders zijn.

Geen tweede recessie

Niet alleen de economische vooruitzichten blijven verbeteren, maar ook de feitelijke economische ontwikkeling laat wereldwijd steeds minder tekenen van zwakte zien. In het derde kwartaal van vorig jaar was er in veel landen sprake van economische groei. De Amerikaanse economie wist positieve groeicijfers neer te zetten (0,6% k-o-k) in deze periode, net als de eurozone (0,4% k-o-k). Nederland bleef met een economische groei van 0,5% k-o-k niet achter. Het herstel van de wereldeconomie wordt deels veroorzaakt door het grootschalig ingrijpen van de overheden en de centrale banken. Ze zijn momenteel echter niet de grootste aanjager van de groei. Die rol is weggelegd voor het niet-financiële bedrijfsleven. Het ondernemersvertrouwen is al geruime tijd aan het stijgen, vooral in de conjunctuurgevoelige industriële sector. Het hogere vertrouwen leidt niet alleen tot een herstel van de vraag, maar ook tot allerlei inhaalslagen bij het aanvullen van magazijnvoorraden, het uitvoeren van noodzakelijke investeringen en in toenemende mate tot het aannemen van nieuw personeel. Steeds meer bewijs stapelt zich op dat de paniecreactie, die de recessie vorig jaar zo ontzettend diep maakte, te excessief is geweest. Dit maakt de huidige herstelreactie vrij uitbundig. De economische groei krijgt een behoorlijke oppepper. Zoals het er nu naar uit ziet, zullen de groeicijfers van het vierde kwartaal van vorig jaar in veel landen nog hoger uitvallen dan in het derde kwartaal.

Goede vooruitzichten voor 2010

Ondanks dat het herstel in de tweede helft van 2009 voornamelijk werd veroorzaakt door tijdelijke factoren, zijn de vooruitzichten voor 2010 niet slecht. De grote vrees voor een tweede recessie (de zogenaamde dubbele dip) is in onze visie ongegrond. We hebben hier twee belangrijke redenen voor. Ten eerste zullen de tijdelijke aanjagers van de groei niet direct wegvallen. Veel overheden zijn al enkele kwartalen aan het stimuleren, maar de feitelijke bedragen die tot nu toe besteed zijn, vallen nog behoorlijk mee. Zo is van het USD 787 miljard omvatte stimuleringspakket van de Amerikaanse overheid op dit moment slechts USD 254 miljard uitgegeven. Er komt dus nog een heel groot stimuleringsbedrag vrij in de VS in de komende maanden. Ook de dynamiek van de magazijnvoorraden is typisch die van het begin van de herstelfase. Voorraadvorming zal hierdoor in de eerste helft van dit jaar nog behoorlijk positief bijdragen aan de economische groei. Daarnaast zal het monetaire beleid voorlopig verruimend blijven. Aangezien het bankwezen steeds beter functioneert, zal de tijdelijke impuls hiervan in 2010 beter doorwerken dan eerder het geval was. De tweede belangrijke reden om optimistisch te zijn over de economische vooruitzichten is een verbetering van de meer structurele vraag. Dit komt omdat de tijdelijke opleving tot allerlei positieve neveneffecten leidt in andere delen van de economie. Hiermee

Economische vooruitzichten

heeft het herstel ook een zichzelf versterkend effect. Bedrijven zien weer kansen en zijn hierdoor steeds meer bereid om te investeren in bijvoorbeeld nieuwe machines. Hierbij helpt dat tijdens de crisis de winstmarges redelijk overeind zijn gebleven en dat er in diezelfde periode behoorlijk is afgeschreven op de bestaande kapitaalvoorraad. Nu de vraag en productie weer aantrekken, zal de bezettingsgraad van de industrie vrij snel oplopen en de uitvoering van investeringsplannen eerder rendabel maken. Ook aan de consumentzijde van de economie ziet het er beter uit, al blijft het schuldenprobleem wel een vervelende en langdurige erfenis. Dit geldt vooral voor de Amerikaanse consument, al zit hier wel veel schot in de verbetering van de financiële positie. Zo dalen huizenprijzen niet langer en levert het belegd vermogen weer een aardig rendement op. De spaarquote zal voorlopig wel hoog blijven. Maar als het door het bedrijfsleven en de overheid teweeggebrachte herstel gepaard gaat met banengroei, behoort een gematigde groei van de consumptieve bestedingen in 2010 tot de mogelijkheden. In de Verenigde Staten gaat het al snel de goede kant op met de arbeidsmarkt. Ook de Europese arbeidsmarkt beweegt langzaam in deze richting, maar de geringe mate van flexibiliteit zorgt hier wel voor een grotere vertraging. Dit geldt vooral voor Nederland, waar de werkloosheid ondanks de conjunctuurverbetering nog verder zal oplopen in de komende maanden.

Opkomende landen doen het nog beter

De economische vooruitzichten voor opkomende landen zijn nog beter. Het schuldenprobleem, hoofdoorzaak van de crisis, is hier minder groot. Wel is er een aantal uitzonderingen: Hongarije, de Baltische staten en Dubai zijn bijvoorbeeld hard geraakt door de crisis en de groeivoorzichten zijn hierdoor veel minder gunstig. De situatie is heel anders in de grotere opkomende landen, zoals China, India en Brazilië. Hier is de vraag weer behoorlijk aangetrokken. Ook hier wordt het herstel deels veroorzaakt door overheidsstimulering, maar ook de vraag van de private sector speelt een belangrijke en steeds grotere rol.

Inflatie voorlopig nog geen gevaar

De verbetering van de conjunctuur zal voorlopig nog niet leiden tot een hogere inflatie. Wel zullen hogere grondstofprijzen leiden tot wat inflatiedruk, maar de vooruitzichten voor de kerninflatie zijn nog steeds gematigd. De grote mate van overcapaciteit in de economie, die vooral aanwezig is op de arbeidsmarkt, zal ook in 2010 nog neerwaartse druk op het prijspeil blijven uitoefenen. We voorzien dan ook geen inflatieprobleem in 2010. In 2011 zijn de inflatierisico's iets groter, vooral als de centrale banken dralen met het terugdraaien van de huidige monetaire maatregelen.

Zorgen over overheidsfinanciën?

Ondanks dat de rente op langlopende staatsobligaties vanuit een historisch perspectief nog steeds erg laag is, nemen de zorgen over de houdbaarheid van de overheidsfinanciën verder toe. De kredietproblemen die aan de huidige crisis vooraf gingen, zijn niet veroorzaakt door de overheid, maar zijn juist ontstaan in de particuliere en financiële sector. In deze twee sectoren treedt nu langzaam verbetering op, ook als het gaat om het afbouwen van schuld. Maar de totale schuldenberg in de economie wordt nog niet kleiner, omdat overheden zich nu wel massaal in de schulden steken. Tijdens de crisis hebben de beleidsmakers niet stilgezeten. Ze hebben onder meer garanties gesteld en de uitgaven fors verhoogd om de economie te stimuleren. Tegelijkertijd namen de belastingopbrengsten in een snel tempo af.

Ondanks dat dit fiscale beleid in onze visie het juiste is, bestaat er wel een keerzijde: de overheidsfinanciën zijn in veel landen in snel tempo verslechterd. Voor obligatiebeleggers houdt dit meer risico in, waardoor er meestal ook een hoger rendement wordt gevraagd. Een aantal landen heeft deze samenhang al aan den lijve ondervonden. In onder meer Griekenland, Dubai, IJsland en Ierland werden slechte overheidsfinanciën hard afgestraft door de financiële markt in de vorm van een hogere rente op staatsobligaties. In de grotere landen is de situatie niet altijd beter. De overheidsfinanciën in bijvoorbeeld de Verenigde Staten verkeren eveneens in een slechte staat. Een verbetering is wellicht mogelijk, maar in de komende jaren zal er structureel sprake blijven van begrotingstekorten. In de eurozone geldt eenzelfde beeld, al zit hier wel een stok achter de deur in de vorm van de Stabiliteits- en Groeipact. Op den duur moeten hierdoor de overheidsfinanciën verbeteren, al blijft de vraag bestaan of dit politiek haalbaar is.

Overheidsfinanciën in perspectief

Toch moet de situatie rondom de overheidsfinanciën niet worden overdreven. In absolute bedragen is de overheidsschuld enorm, maar als het wordt uitgedrukt als percentage van het nationale inkomen valt de situatie nog enigszins mee. In het verleden zijn er grotere schuldenbergen veroorzaakt door de overheden. Ook vallen de rentebetalingen in veel landen nog erg laag uit. Dit komt voornamelijk door de lage rente zelf. Vooral aan de korte kant van de rentecurve doen veel overheden hier momenteel hun voordeel mee. In de Verenigde Staten ligt de rente op kortlopende staatsobligaties bijvoorbeeld dicht bij de 0%. Slechte overheidsfinanciën leiden dus niet per definitie tot een hogere rente. De vraag naar relatief veilige beleggingen is nog altijd hoog, omdat er wereldwijd meer gespaard wordt. Dit drukt de kapitaalmarktrente.

Rente

Hogere kapitaalmarktrente door andere factoren

Toch voorzien we in 2010 een stijging van de (lange) kapitaalmarktrente, zowel in de Verenigde Staten als in Europa. De slechte staat van de overheidsfinanciën zal hier waarschijnlijk niet voor zorgen, al kunnen onzekerheden over de toekomst wel leiden tot een wat hogere risicopremie.

Vijf andere factoren zijn belangrijker bij het verklaren van een rentestijging. Allereerst is er de koppeling met de korte rente. We verwachten dat de Fed en de ECB dit jaar beginnen met het verhogen van de beleidsrentes, waardoor de gehele rentecurve omhoog getild zal worden. De tweede factor is het economisch herstel, waardoor de vraag naar geld weer zal toenemen. Dit zorgt voor een hogere rente, zeker als beleggers weer op zoek gaan naar een hoger rendement. De derde factor is de inflatie. In onze visie blijft deze voorlopig laag, maar de inflatie zal in veel landen wel hoger uitvallen dan de licht negatieve niveaus van vorig jaar. De vierde factor is de overheid, althans de agentschappen die verantwoordelijk zijn voor de emissie van staatsobligaties. Zij zullen de komende tijd meer obligaties uitgeven met een langere looptijd. Dit geldt vooral voor de Verenigde Staten. Maar aangezien de VS de grootste markt heeft voor staatsobligaties, zal dit ook een opwaarts effect hebben op de rente in Europa.

De vijfde factor geldt ook vooral voor de Verenigde Staten. Tot voor kort was de Federal Reserve daar een grote koper van staatsobligaties. De centrale bank heeft dit opkoopprogramma afgerond en is niet van plan er een vervolg aan te geven. Een grote koper op de obligatiemarkt is dus uit beeld verdwenen. Uiteindelijk zal de Fed een deel van de opgekochte beleggingen weer moeten verkopen om het monetaire beleid te normaliseren, maar in 2010 zal dit zeer waarschijnlijk niet aan de orde zijn. Dit zou een verdere stijging van de rente inhouden, wat ongewenst is in de visie van de voorzichtige centrale bankiers.

De vijf factoren die zorgen voor een hogere lange rente zijn al aan het werk. In december vorig jaar begonnen de rentetarieven op de kapitaalmarkt te stijgen, vooral in de Verenigde Staten maar ook in de eurozone (met Duitsland als referentiekader). Voor 10-jarige staatsobligaties in beide regio's verwachten wij tot en met eind 2010 een verdere rentestijging van 75 tot 100 basispunten ten opzichte van de huidige niveaus.

Voortgaand herstel

2009 gaat wat betreft de aandelenmarkten de boeken in als een jaar van een grote omslag. In maart werd het dieptepunt bereikt. In die periode zakte de economische bedrijvigheid in veel landen in een tempo dat al lang niet meer was gezien. De wereldhandel daalde in het laatste kwartaal van 2008 en het eerste kwartaal van 2009 zelfs sneller dan in vergelijkbaar lange periodes in de jaren dertig. Financiële instellingen stonden onder enorme druk en de ineenstorting van het financiële systeem kon niet worden uitgesloten. Geen wonder dat beleggers geen enkel vertrouwen hadden en massaal van hun stukken afwilden. Beleidsmakers waren hyperactief. Belangrijker nog, ze waren succesvol. Uiteindelijk wisten ze het vertrouwen in het financiële systeem te verstevigen en geleidelijk begonnen de impulsen die van het begrotingsbeleid en het monetaire beleid uitgingen ook voelbaar te worden. De aandelenmarkten reageerden sterk. Vanaf begin maart zette een rally in die tot het einde van het jaar voortduurde. Uiteindelijk stonden er voor het jaar als geheel forse plussen op de borden.

Drie maanden geleden maakten we hier melding van forse koersstijgingen in het derde kwartaal. Bij velen ontstond de vrees dat de rally toch wel wat al te zeer vooruit was gelopen op de feitelijke economische ontwikkelingen en dat een correctie onvermijdelijk werd. Veel markten ondervonden in het vierde kwartaal inderdaad een correctie. Zo daalde de AEX van 327 naar 300 punten van 19 oktober tot 3 november, een daling van meer dan 8%. Uiteindelijk bleken de opwaartse krachten veel sterker en eindigde de AEX het jaar op 335, zodat voor het vierde kwartaal per saldo een plus van 7,7% kon worden bijgeschreven. Dat was beter dan het Europese gemiddelde. De DJ EuroStoxx 50 index boekte een meer bescheiden winst van 3,2% in het kwartaal. De Amerikaanse S&P500 index steeg 5,5%, terwijl de Japanse Nikkei 4,1% won. Die laatste index onderging tijdens het kwartaal overigens eerst nog een correctie van meer dan 12%, zodat de winst aan het einde best indrukwekkend was.

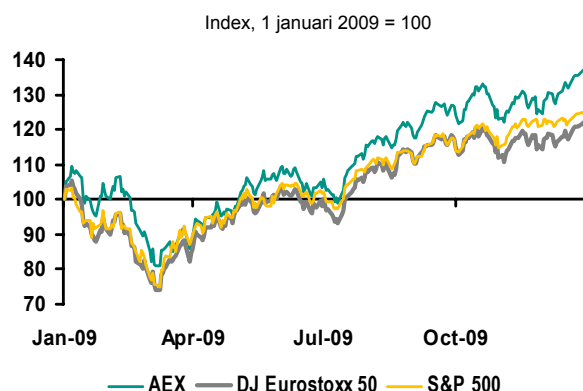
In de opkomende markten was het beeld gemengd. Zij hadden al een fenomenale performance laten zien in 2009. De Koreaanse Kospi en de Sensex in India stegen per saldo slechts in bescheiden mate: 1,0% en 2,0% respectievelijk. Maar in Brazilië, China en Rusland stegen aandelenkoersen fors in het vierde kwartaal: 11,5%, 17,9% en 14,5% respectievelijk, al dient gezegd dat de Chinese prestatie enigszins geflatteerd was doordat die beurs in het derde kwartaal nog 6% was kwijtgeraakt.

Wij blijven positief over de vooruitzichten voor aandelen ondanks de rally die al heeft plaatsgevonden. Dit optimisme is

Aandelen

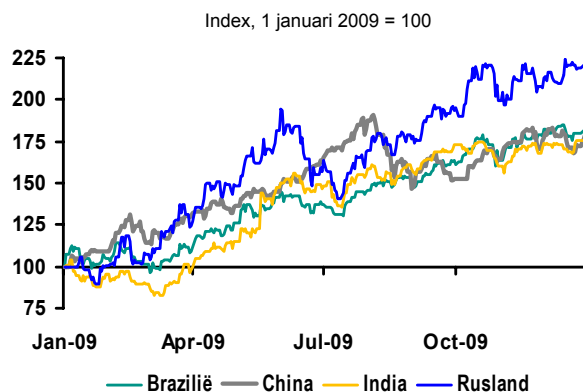
gebaseerd op een aantal overwegingen. Zo menen wij dat de markten in maart 2009 achteraf gezien sterk overdreven. Uiteindelijk is het gevaar van een depressie immers verdwenen en ontwikkelt zich inmiddels een tamelijk onverwacht economisch herstel. In onze optiek zal dit herstel zich voorlopig voortzetten. Doordat bedrijven tijdens de recessie heel agressief hebben gereageerd, hebben zij hun kostenstructuur aanmerkelijk verbeterd. Daarvan beginnen ze nu de vruchten te plukken. Bedrijfswinsten stijgen inmiddels. Die stijging zal zich de komende periode voortzetten en de verwachten in de markt overtreffen. Bovenop deze fundamentele overwegingen speelt dat beleidsmakers hun stimulansen voorlopig nog niet wegtrekken. Vooral centrale banken zullen liever wat te laat dan te vroeg met verkrappen beginnen. Dit betekent dat de liquiditeitssituatie vooralsnog positief blijft voor aandelenmarkten. En ten slotte dient gezegd dat veel beleggers nog maar nauwelijks geparticipeerd hebben in de opmars op de aandelenmarkten omdat men, onterecht, nogal sceptisch was over het herstel. Sommigen zullen alsnog de markt worden 'ingezogen'.

Indices – ontwikkelde landen



Bron: Bloomberg

Indices – opkomende markten



Bron: Bloomberg

Een nieuw jaar een nieuw begin

Het afgelopen jaar zijn de Westerse centrale banken (maar ook de centrale banken in de opkomende landen), met natuurlijk de Fed voorop, bezig geweest met crisismanagement. Alle registers zijn opengetrokken om de mondiale financiële crisis te bevechten. Nu, aan het begin van een nieuw jaar en meer dan een jaar na het omvallen van Lehman, kunnen we alleen maar concluderen dat de centrale bankiers succesvol zijn geweest bij het bezweren van de financiële crisis. De economische vooruitzichten zijn door alle beleidsinspanningen, monetair en fiscaal, zichtbaar verbeterd.

Een nieuwe rentecyclus

Dit jaar wordt dan ook het jaar waarin de centrale banken in de VS en de eurozone voorzichtig een aanvang zullen maken met het verhogen van de beleidsrente. De Fed zal volgens ons na de zomer een aanvang maken met verhogen van de rente en zal in drie stappen de rente met in totaal 100 basispunten verhogen naar 1,25%. Ook de ECB zal tot na de zomer wachten met de eerste rentestap, om vervolgens de rente in twee stappen met in totaal 50 basispunten te verhogen naar 1,5%. De grote afwezige is de *Bank of England*. Wij zijn van mening dat de BoE dit jaar pas op de plaats zal maken en de beleidsrente ongemoeid zal laten. De dreun die het VK in 2009 te verduren heeft gekregen, was aanzienlijk harder dan in de VS en eurozone, waardoor het herstel in dit land brozer is.

Welke overwegingen gaan er schuil achter deze rentevisie? De meest gehoorde argumenten zijn natuurlijk dat de inflatie (nog) geen gevaar vormt en de beleidsmakers het ontluikende herstel niet in de kiem zullen willen smoren. Ook wij hebben deze overwegingen, maar voegen er nadrukkelijk twee elementen aan toe. Ten eerste dat door de ongekende felheid waarmee de mondiale financiële crisis om zich heen heeft geslagen, niet (geheel) uitgesloten kan worden dat het groeipotentieel van bijvoorbeeld de VS en de eurozone is aangetast. Ten tweede, gerelateerd aan de vraag over de potentiële groei, maar ook vanwege de zeer beweeglijke grondstofprijzen, zijn toekomstige inflatieontwikkelingen ongewis. De monetaire beleidsmakers zullen de komende maanden dan ook vooral willen gebruiken om meer inzicht te krijgen in het groeivermogen van de economieën en daarom in de inflatieontwikkelingen in zowel de VS als de eurozone, alvorens over te gaan tot het verhogen van de rente.

Het feit dat de eerste renteverhogingen nog wel op zich zullen laten wachten dit jaar betekent overigens niet dat het beleid niet al wordt verkrappt. Zowel de Fed als de ECB heeft een aanvang gemaakt met terugdraaien van delen van het onconventionele beleid. Zo zullen in de VS een groot aantal noodmaatregelen om extra liquiditeiten te verschaffen aan het

Monetair beleid

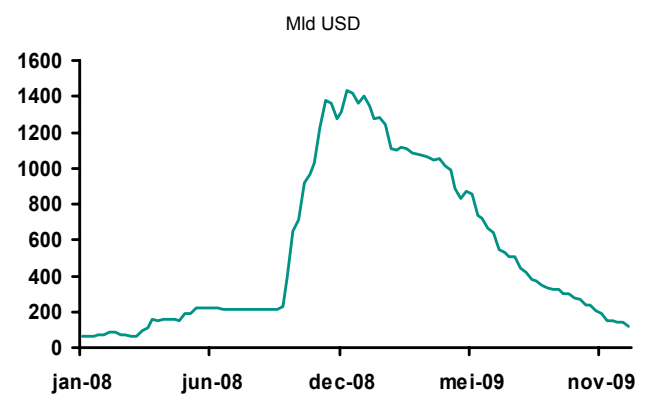
financiële systeem aflopen en niet worden verlengd. In de eurozone komt er in 2010 geen twaalfmaands herfinancieringstransactie. De laatste twaalfmaands operatie in december 2009 had geen vaste rente van 1% meer maar een tarief dat het gemiddelde zal zijn van de refi-rente gedurende de looptijd van de operatie.

Lessons learned

Minstens net zo belangrijk als het verwachte monetaire pad dit jaar is het feit dat de ontwikkelingen in 2009 aan een ieder een belangrijke les hebben geleerd. Heerste tot het omvallen van Lehman Brothers in september 2008 nog de overtuiging dat het monetaire beleid vooral terughoudend moest zijn, de gebeurtenissen na het omvallen van Lehman hebben duidelijk gemaakt dat snel, daadkrachtig en vooral ook onconventioneel monetair optreden niet alleen gewenst maar ook zeer noodzakelijk kan zijn.

Opkomende landen hebben ervaren dat het grote voordelen biedt om een grote deviezenvoorraad te hebben. Die geeft de nationale beleidsmakers immers ruimte ten tijde van een crisis, omdat deze economieën veel meer dan de geïndustrialiseerde landen bloot staan aan de grillen van de internationale kapitaalstromen. Tot de crisis was de overheersende economische visie dat een grote deviezenvoorraad heel duur en daarom niet rationeel is. Gedurende de mondiale crisis van het afgelopen jaar hebben echter centrale banken in opkomende landen hun deviezenvoorraad als een buffer gebruikt tegen negatieve externe schokken. Het is geen beleidsdoelstelling, maar in meerdere opkomende economieën in vooral Azië zal in de voorliggende periode de opbouw van reserves als bijproduct van het valutabeleid (niet al te snel willen laten appreciëren van de eigen munt) zeer waarschijnlijk verder oplopen.

VS: noodmaatregelen geldmarkt

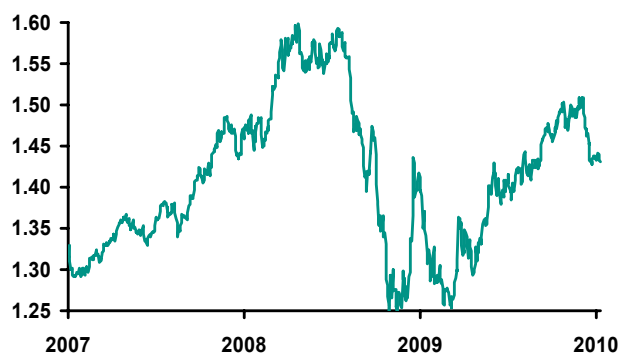


Bron: Thomson Financial

Cruciale weken

De laatste jaren is er voor de jaarwisseling een beweging zichtbaar die ook wel het 'eindejaarseffect' wordt genoemd. De combinatie van minder handelaren die posities willen innemen, winstnemingen op openstaande posities en het wegschuiven van bedrijfsopbrengsten naar de valuta's van het moederbedrijf leidt tot verhoogde beweeglijkheid – of volatiliteit – op de valutamarkten. Ook tegen het einde van 2009 was het niet anders. Na een lange periode van (Amerikaanse) dollarzwakte was een duidelijk herstel zichtbaar, in het bijzonder ten opzichte van de euro (EUR) en de Japanse yen. De problemen met Griekenland en het opgelopen verschil in lange rentes tussen de VS en Duitsland gaf ook extra druk op de euro. Opvallend was dat de dollar (USD) ook wel ten opzichte van de meeste andere valuta's sterker werd, maar deze bewegingen leidden niet tot veranderingen in de onderliggende trend. Zeker bij de EUR/USD koers was dat wel het geval. De grote vraag is en blijft altijd bij de start van een nieuw jaar hoe handelaren de trend weer oppakken. Zet de beweging die men in december zag door, of speelt het sentiment van de maanden daarvoor weer op?

EUR/USD



Bron: Bloomberg

Voorspelling 2010

Ons hoofdscenario gaat uit van het doorzetten van de in 2009 dominante beweging. Dit scenario gaat uit van meer dollarzwakte in het eerste kwartaal alvorens de dollar stabiliseert in het tweede kwartaal en herstelt in de tweede helft van het jaar. De voornaamste redenen voor meer dollarzwakte op de korte termijn zijn: een trage verandering van het monetaire beleid van de Federal Reserve en het gebruik van de dollar als 'financieringsvaluta' ten behoeve van het aangaan van meer risicovolle beleggingen (aandelen of hoger renderende valuta's), de zogenaamde carry trades. Daarnaast wordt erop gewezen dat een zwakkere dollar bijdraagt aan het herstel van de Amerikaanse economie. Wat we wel voor ogen moeten houden, is dat ook als de dollar herstelt naar een niveau van bijvoorbeeld EUR/USD 1.30, er

Valuta

nog steeds sprake is van geen sterke dollar. Voor december 2010 hebben we een voorspelling van 1.40 staan.

Naast ons hoofdscenario bestaat er nog de kans op scenario twee. Dit scenario gaat uit van een sneller herstel van de dollar. Dat is gebaseerd op de marktverwachting dat de aanpassing van de Amerikaanse rente sneller gaat, op een sneller herstel van de wereldeconomie en op de verwachting dat de dollar niet meer gebruikt zal worden voor de financiering van de extra vraag naar risico en hoger rendement.

De valutabewegingen gedurende de eerste twee tot drie weken van januari zullen moeten uitwijzen in welke richting de markt zich ontwikkelt. Hoewel voor beide scenario's voldoende argumenten te bedenken zijn, is de markt op dit moment voornamelijk gericht op twee dingen. In de eerste plaats kijkt men naar renteversillen. Zolang de Fed dan ook geen duidelijke signalen afgeeft dat de Amerikaanse korte rente zal worden verhoogd, zou de dollar verder onder druk kunnen komen. Daarnaast kijken veel investeerders naar de fundamentele cijfers – en dan voornamelijk de Amerikaanse – die worden bekendgemaakt. De mate van herstel van zowel de Amerikaanse als de wereldeconomie is sterk bepalend voor de koersontwikkeling van de dollar, voornamelijk op de langere termijn. Met andere woorden: de komende cruciale weken zullen de richting voor 2010 bepalen.

Rondje langs de velden

De economie in het Verenigd Koninkrijk heeft waarschijnlijk de bodem bereikt en wij verwachten dat, hoewel het herstel matig en zeer fragiel zal zijn, het Britse pond (GBP) in het eerste kwartaal het dieptepunt zal bereiken ten opzichte van de euro. De mate van herstel van het pond zal sterk afhangen van het economisch herstel en het verschil in monetair beleid tussen de ECB en de centrale bank van Engeland. Echter, een top voor de EUR/GBP koers wordt verwacht rond de 0.95 alvorens het paar richting 0.85 kan dalen in de tweede helft van 2010.

Na meerdere interventies door de Zwitserse centrale bank teneinde de stijging van de Zwitserse frank (CHF) te temperen is aan het einde van 2009 de koers van EUR/CHF toch onder de 1.50 gedoken. Onbevestigde bronnen melden een nieuw richtpunt op 1.48 dat de komende weken flink getest kan worden. De centrale bank probeert de stijging van de munt te beperken om het economisch herstel niet te veel te hinderen.

De Japanse yen is te sterk, gegeven de economische situatie. Door de terugkeer van deflatie verwachten beleggers dat de rentes in Japan langer op de huidige lage niveaus zullen blijven dan die in andere landen. Dat maakt de yen opnieuw zeer geschikt als *funding* valuta voor *carry trades*. Dat past bij onze visie dat beleggers weer meer risico's gaan nemen en dat de rentemarges met de VS in 2010 groter worden. Deze ontwikkelingen zullen de yen in 2010 verder doen verzwakken.

Herstel grondstofprijzen zal gestaag doorzetten

Grondstoffen

Startpunt 2010

In tegenstelling tot sommige valuta's zijn de meeste grondstoffen redelijk blijven liggen aan het einde van het afgelopen jaar. Waar winstnemingen leidden tot een hogere dollar bleven posities in de meeste grondstoffen grotendeels gehandhaafd. Eén van de meest opvallende bewegingen in december was de correctie in de olieprijs die een test van de onderkant van de door ons voorspelde range als gevolg had. De olieprijs daalde tot onder de USD 70 alvorens weer te herstellen in de laatste twee weken van het jaar. De tweede opvallende beweging was de grote daling van de goudprijs, met meer dan 10%, die veroorzaakt werd door het herstel van de dollar.

De start van dit jaar kenmerkte zich door de aanhoudende stijging van de prijzen op de grondstoffenmarkt. De meeste grondstoffen werden duurder. Dat had diverse redenen. Onderstaand vindt u per subcategorie onze verwachtingen voor de belangrijkste onderliggende individuele grondstoffen.

Energie

In de eerste week van het jaar is de olieprijs gestegen tot boven de USD 80 op basis van meer optimisme over de economische groei en, als gevolg daarvan hogere vraag naar olie in 2010 en de problemen met de olieleveringen tussen Rusland en Wit-Rusland. Onze verwachting voor de olieprijs voor het eerste kwartaal is dat de prijs zich zal manifesteren binnen de bandbreedte USD 70 – 95 waarbij de prijs zich langzaam richting de bovenkant van de band zal gaan bewegen. De voornaamste redenen hiervoor zijn: een blijvende toename van de vraag naar olie vanwege het economisch herstel, een verwachte daling van de olievoorraden en het technische plaatje dat wijst op een hogere olieprijs.

Olie

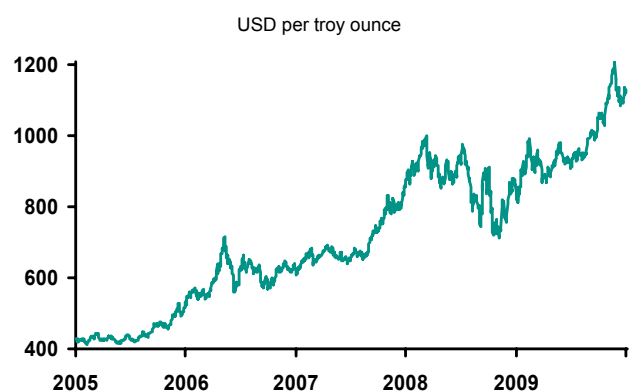


Edelmetalen

Met betrekking tot de edelmetalen zijn we iets voorzichtiger. Aangezien de stijging in 2009 van de edelmetalen erg hard is gegaan, zou een correctie voor de meeste van deze metalen

op zijn plaats zijn. Waar zilver, platinum en palladium vooral nog beïnvloed worden door de vraag vanuit de industrie is de prijsontwikkeling van goud voornamelijk afhankelijk van de richting van de dollar. Indien ons hoofdscenario voor de dollar uitkomt – wat een zwakkere dollar voor het eerste kwartaal inhoudt – zou de goudprijs nog best iets op kunnen lopen. Daarna verwachten wij echter een correctie. Er blijft echter een aanzienlijk risico dat de dollar al eerder herstelt wat ook duidelijke gevolgen voor de goudprijs kan hebben (zie ook onze valutapagina met betrekking tot de dollarvisie).

Goud



Bron: Bloomberg

Basismetalen

De mate van industriële vraag zal ook in dit jaar de prijs van de basismetalen voor een groot deel bepalen. Zeker voor zink en nikkel ligt de weg naar boven open en zijn we dus positief. Voor aluminium en koper is de situatie anders aangezien deze metalen al grote stijgingen hebben laten zien. Volgens ons is een neutrale visie hier meer op zijn plaats nu koper de bovenkant van de band nadert en ook aluminium op technisch gebied slechts beperkte opwaartse potentie laat zien. Voor beide geldt ook dat de voorraden extreem hoog zijn wat ook niet meehelpt om de prijs verder omhoog te sturen. Wij wachten op een correctie alvorens alsnog ook in deze metalen te stappen. Op langere termijn blijven we positief over de basismetalen. We hebben daarbij de naar verwachting stijgende vraag van zowel de huizen- als de en automobielbranche, zeker die in de opkomende markten, in het achterhoofd.

Landbouwgrondstoffen

Op langere termijn zijn we zeker positief over de landbouwgrondstoffen. Op de kortere termijn hebben we een neutrale visie op de zogenaamde 'ontbijtgrondstoffen' (suiker, koffie en cacao) aangezien de stijging bij deze grondstoffen veel te snel is gegaan. De grotere focus op biobrandstof kan echter positief uitpakken, in het bijzonder voor suiker.