

# Macro Visie

## Investerings in de lift

Economisch Bureau  
Macro Research

17 april 2014

- **Economie fleurt op door investeringen:** Het herstel van de wereldeconomie is recent wat afgezwakt door slecht weer en een voorraadcorrectie in de VS, en de hobbelige transitie naar een nieuw groeimodel in China. Wij verwachten dat de wereldeconomie versnelt als deze factoren wegebben. Bedrijven in de welvarende economieën lijken klaar voor expansie. Zowel in de VS als Europa is de solvabiliteit van bedrijven sterk verbeterd en ligt de waarde van het nettovermogen boven het historische gemiddelde. In de VS en Japan zijn de winsten sterk gestegen. De winstontwikkeling in de eurozone is achtergebleven, maar laat wel een omslag zien en zal in de komende kwartalen waarschijnlijk verder verbeteren. De risico's van een escalatie van de Europese staatsschuldencrisis en een budgettaire patstelling in de VS zijn afgenomen, waardoor de vooruitzichten minder onzeker zijn geworden. Gegeven deze combinatie van positieve factoren gaan bedrijven waarschijnlijk meer investeren en meer personeel aannemen. De opkomende markten zullen profiteren van een forse export naar de welvarende landen. Na enige tijd leidt dit ook daar tot hogere investeringen. Verder worden in een aantal landen – met name China – de investeringen in infrastructuur opgevoerd.
- **Einde disinflatie later dit jaar:** Wij verwachten dat de mondiale disinflatie op korte termijn aanhoudt maar later dit jaar komt er een kentering. De belangrijkste reden hiervoor is het wereldwijde economische herstel onder aanvoering van de VS. In de VS is de werkloosheid zo ver gedaald dat de loongroei geleidelijk weer toeneemt. Op dit moment ligt de loongroei nog niet veel hoger dan de productiviteitsgroei, waardoor de arbeidskosten per eenheid product nog ongeveer gelijk blijven. Maar dit gaat veranderen als de arbeidsmarkt in de loop van dit jaar aan kracht wint. Ook een omslag van de wereldwijde industriële en handelscyclus zal naar verwachting zorgen voor een vermindering van de disinflatoire druk. Bovendien gaat de VS waarschijnlijk inflatie exporteren naar andere landen als de dollar over een breed front in waarde stijgt. Ten derde zal het effect van de grondstoffenprijzen op de inflatie neutraler worden.
- **Zorgen over lage inflatie in de eurozone en Japan:** Wereldwijd gezien is een lage inflatie niet per definitie verkeerd: het biedt centrale banken de mogelijkheid om een monetair beleid te voeren dat steun biedt aan de economische groei. In de eurozone en Japan is de situatie zorgwekkender door de zeer lage kerninflatie en gematigder economische groei. Zolang het economische herstel in beide landen aanhoudt en de valuta's dalen ten opzichte van de dollar, kan deflatie waarschijnlijk vermeden worden. Bij een negatieve economische schok is het risico van deflatie in de eurozone en een terugkeer naar deflatie in Japan echter aanzienlijk. Een proactieve benadering door de centrale banken van deze landen kan deze risico's beteugelen. De BoJ is al bezig met een agressieve balansverlenging en staat klaar om in te grijpen als de verhoging van de omzetbelasting begin april het herstel ondermijnt. Ook de ECB heeft aangegeven klaar te staan om op te treden en lijkt meer open te staan voor kwantitatieve verruiming dan voorheen. Een relatief beperkt programma – gericht op effecten met bankleningen als onderpand – is de meest waarschijnlijke stap, mogelijk in combinatie met een bescheiden verlaging van de beleidsrente. De Federal Reserve verlaagt momenteel het tempo van de obligatieaankopen, maar heeft door de lage inflatie nog voldoende ruimte voordat de beleidsrente verhoogd moet worden. Wij denken dat de Fed de rente ergens halverwege volgend jaar zal verhogen.

## Inhoudsopgave

<b>Investerings in de lift</b>	<b>2</b>
<b>Eurozone: Inflatie ebt weg</b>	<b>5</b>
<b>VS: Eindelijk lente!</b>	<b>7</b>
<b>Japan: Belastingverhoging vindt doorgang</b>	<b>9</b>
<b>China: Het tij is aan het keren</b>	<b>11</b>
<b>Tabellen</b>	<b>13</b>
<b>Afkortingen</b>	<b>16</b>

## Investerings in de lift

Het herstel van de wereldeconomie is recent wat afgezwakt door slecht weer en een voorraadcorrectie in de VS, en de hobbelige transitie naar een nieuw groeimodel in China. Wij verwachten dat de wereldeconomie versnelt als deze factoren wegebben. Bedrijven in de welvarende economieën lijken klaar voor expansie en wij verwachten groei van de investeringen en werving van personeel. De opkomende markten zullen profiteren van een forse export naar de welvarende landen. Na enige tijd leidt dit ook daar tot hogere investeringen. Verder worden in een aantal landen – met name China – de investeringen in infrastructuur opgevoerd. De inflatie zal de komende maanden wereldwijd verder afnemen. Wij verwachten dat de mondiale disinflatie op korte termijn aanhoudt maar later dit jaar komt er een kentering.

### Mondiale economische groei zwakt iets af

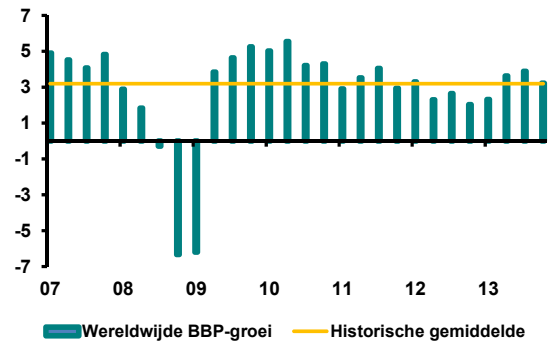
Na vorige zomer te zijn aangetrokken, zwakte de wereldwijde economische groei eind vorig jaar en begin dit jaar af naar een niveau rond het historische gemiddelde. Dit is toe te schrijven aan de extreem koude en sneeuwrijke winter in de VS en Japan. Tijdens een sneeuwstorm worden immers geen auto's verkocht. Ook de woningbouw heeft het dan lastig. Ten tweede deed zich in de verwerkende industrie, met name in de VS, een voorraadcorrectie voor doordat de productie eerder dat jaar sneller was gestegen dan de vraag. Ten derde vertraagde de Chinese economie sterker dan verwacht. De autoriteiten proberen het economisch zwaartepunt te verschuiven van met krediet gefinancierde investeringen in vastgoed en zware industrie naar consumptieve bestedingen en investeringen in infrastructuur. Dit proces gaat niet soepel. Bovendien tastten de wanbetaling op een bedrijfsobligatie en het bijna-faillissement van een trust fund het sentiment aan. Tot slot hadden opkomende markten als Rusland en Turkije te maken met een ongunstige combinatie van politieke onzekerheid, uitstroom van kapitaal, instabiele financiële markten en monetaire verkrapping.

### Wereldeconomie gaat aantrekken

Wij verwachten dat de mondiale BBP-groei in de komende kwartalen zal versnellen tot boven het langetermijngemiddelde. De invloed van tijdelijke factoren zal volgens ons afnemen. Wij hebben onderzoek gedaan naar het effect dat ongunstige weersomstandigheden in het verleden hebben gehad op de economische groei. Hieruit blijkt dat het effect aanzienlijk kan zijn maar dat de economische cijfers daarna over het algemeen binnen een paar maanden herstellen. Tekenen hiervan zijn al zichtbaar in de VS, waar een aantal belangrijke economische cijfers in maart is verbeterd. Bovendien wijzen de maandcijfers erop dat de voorraadcorrectie achter de rug is.

### Wereldwijde BBP-groei

% k-o-k geannualiseerd



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

### Bedrijfsleven klaar voor expansie

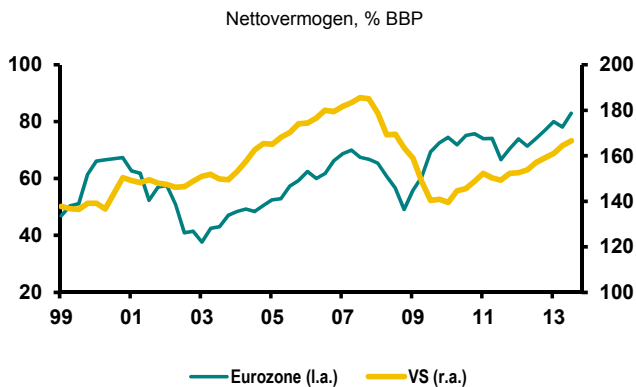
De fundamentele situatie in de welvarende economieën is duidelijk verbeterd: bezuinigingen zijn naar de achtergrond verdwenen en het bedrijfsleven lijkt klaar om de rol van aanjager van de economische groei over te nemen. Zowel in de VS als Europa is de solvabiliteit van bedrijven sterk verbeterd en ligt de waarde van het nettovermogen boven het historische gemiddelde. In de VS bevinden de bedrijfswinsten zich op het hoogste niveau sinds 1950 en in Japan zijn de winsten sterk gestegen. De winstontwikkeling in de eurozone is achtergebleven, maar laat wel een omslag zien en zal in de komende kwartalen waarschijnlijk verder verbeteren. De risico's van een escalatie van de Europese staats-schuldencrisis en een budgettaire patstelling in de VS zijn afgenomen, waardoor de vooruitzichten minder onzeker zijn geworden. Gegeven deze combinatie van positieve factoren gaan bedrijven waarschijnlijk meer investeren en meer personeel aannemen.

### Herstel investeringen staat voor de deur

Cijfers voor diverse grote welvarende economieën geven aan dat bedrijven meer gaan investeren. De investeringen in kapitaalgoederen in de eurozone, bijvoorbeeld, vertonen sinds de tweede helft van vorig jaar een stijgende lijn en er zijn tekenen dat deze ontwikkeling in 2014 doorzet. De productie van kapitaalgoederen in de eurozone nam in januari namelijk met 5,8% j-o-j toe, de sterkste groei sinds 2011. In het Verenigd Koninkrijk is de groei van de bedrijfsinvesteringen versneld tot 8,7% j-o-j in het laatste kwartaal van 2013. In Japan stegen de investeringen in dat kwartaal met 4% j-o-j en de orders voor machines van begin dit jaar wijzen op een verdere toename. In de VS lieten de investeringen in apparatuur eind vorig jaar ook een krachtige groei zien (bijna 11% k-o-k geannualiseerd in het vierde kwartaal). De recente cijfers voor orders en leveringen van kapitaalgoederen – tot en met februari – vielen echter tegen, hoewel het slechte weer

een belangrijke rol kan hebben gespeeld. Al met al is de investeringsgroei precies wat nodig is om het economische herstel een krachtiger en duurzamer fase te laten ingaan.

### Ondernemingsbalansen

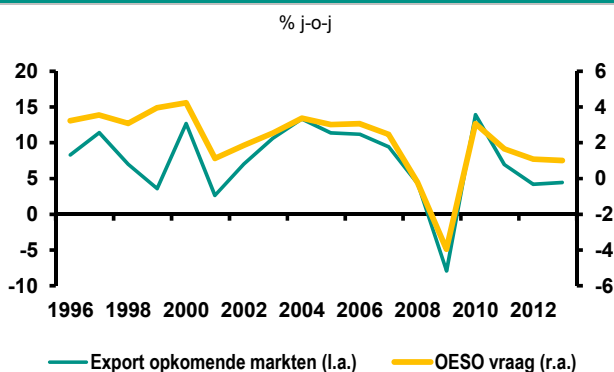


Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

### Opkomende markten profiteren van exportherstel

Opkomende markten lopen verder achter in de investeringscyclus maar zullen profiteren van de omvangrijke export naar de welvarende economieën. Na verloop van tijd komt dat ook hier tot uiting in hogere investeringen in kapitaalgoederen, vooral in de verwerkende industrie. Bovendien bestaan er in sommige opkomende markten plannen voor forse investeringen in infrastructuur. De Chinese autoriteiten willen de aanleg van spoorwegen en de bouw van goedkope woningen versnellen. Mede dankzij deze ministimulering zou de Chinese economie de groei-doelstelling van 7% voor dit jaar moeten halen.

### OM zullen profiteren van exportherstel



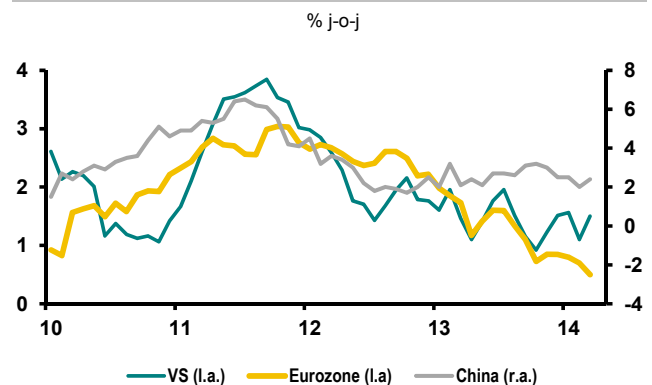
Bron: Thomson Reuters Datastream

### Mondiale disinflatie

Volgens de meest recente cijfers is de inflatie wereldwijd goed onder controle en blijft deze onder de doelstellingen van de centrale banken. In de VS bewoog de inflatie de laatste maanden rond de 1,5%. De kerninflatie kwam in maart uit op

1,7%. De PCE-deflator – de alternatieve inflatiemaatstaf waarop de Federal Reserve zich richt – lag in februari op 0,9%, bij een kerninflatie van 1,1%. Dit is lager dan de inflatiedoelstelling van 2% van de Fed. In de eurozone vertraagde de inflatie in maart naar 0,5%, tegen 0,7% in februari. Deze daling kan in ieder geval ten dele te wijten zijn aan het feit dat Pasen in een andere maand valt, maar de trend van de afgelopen maanden is duidelijk. In China bedroeg de inflatie 2,4% in februari en bleef daarmee ver onder de doelstelling van 3,5% voor dit jaar. De Japanse inflatie steeg licht van 1,4% in januari naar 1,5% in februari. Exclusief voedsel bedroeg de inflatie 1,3%. De Japanse inflatie is in de afgelopen maanden gestaag positief geworden, maar ligt nog ver onder de doelstelling van de BoJ van 2% voor de maatstaf exclusief voedselprijzen.

### Consumentenprijzen



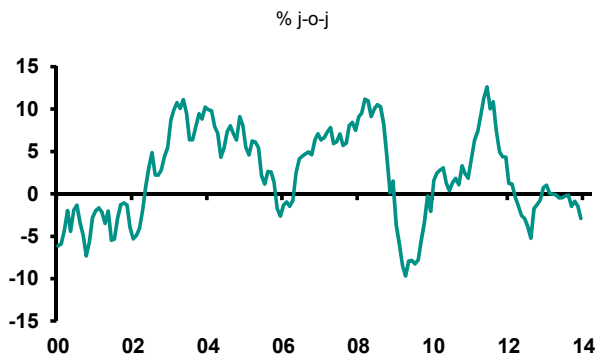
Bron: Thomson Reuters Datastream

### Factoren die de inflatie drukken

Wereldwijd is de inflatie door een aantal factoren gedrukt. Ten eerste is de groei de afgelopen jaren wereldwijd bescheiden geweest en is deze in veel welvarende economieën achtergebleven bij de trend. Dit betekent dat de forse onbenutte capaciteit die sinds de crisis is opgebouwd, niet snel is geabsorbeerd. Uiteraard bestaan er verschillen tussen economieën en is de werkloosheid in de eurozone nog steeds hoog en nog nauwelijks afgenomen, terwijl deze in de VS al wel fors is gedaald. Ook binnen de eurozone zien we grote verschillen. Zo is de onbenutte capaciteit in Zuid-Europa over het algemeen veel groter dan in het noorden. In China heeft de investeringshousse van de afgelopen jaren in een aantal sectoren van de industrie gezorgd voor overcapaciteit. De Chinese producentenprijzen daalden in februari met 2% j-o-j. Tot slot vertoonden de grondstoffenprijzen over het algemeen een dalende tendens. Dit houdt verband met de gematigde economische groei en het groeiend aanbod op veel markten. Door bovengenoemde factoren zijn de prijzen van goederen in

zowel 2012 als 2013 wereldwijd gedaald. Het mondiale deflatietempo voor goederen blijft hoog (2,9% in december).

### Wereldwijde goederenprijzen



Bron: Thomson Reuters Datastream, CPB

#### Einde disinflatie later dit jaar

Wij verwachten dat de disinflatie voorlopig nog aanhoudt maar dat de inflatie in de tweede helft van dit jaar stabiliseert en tegen het eind van dit jaar geleidelijk weer gaat oplopen. De belangrijkste reden hiervoor is het wereldwijde economische herstel onder aanvoering van de VS. In de VS is de werkloosheid zo ver gedaald dat de loongroei geleidelijk weer toeneemt. Op dit moment ligt de loongroei nog niet veel hoger dan de productiviteitsgroei, waardoor de arbeidskosten per eenheid product nog ongeveer gelijk blijven. Maar dit gaat veranderen als de arbeidsmarkt in de loop van dit jaar aan kracht wint. Ook een omslag van de wereldwijde industriële en handelscyclus zal naar verwachting zorgen voor een vermindering van de disinflatoire druk. Bovendien gaat de VS waarschijnlijk inflatie exporteren naar andere landen als de dollar over een breed front, maar met name ten opzichte van de euro en de yen, in waarde stijgt. Ten derde zal het effect van de grondstoffenprijzen op de inflatie later dit jaar naar verwachting neutraler worden. De olieprijs gaat volgens ons dalen. Daar staat tegenover dat de groothandelsprijzen voor voedsel, die met een vertraging doorwerken in de detailhandelsprijzen, onlangs zijn teruggeveerd.

#### Zorgen over lage inflatie in de eurozone en Japan

Wereldwijd gezien is een lage inflatie niet per definitie verkeerd: het biedt centrale banken de mogelijkheid om een monetair beleid te voeren dat steun biedt aan de economische groei. Wij denken dat de inflatie in de VS volgend jaar in de buurt van de doelstelling van de Fed komt. In de eurozone en Japan is de situatie zorgwekkender door de zeer lage kerninflatie en gematigder economische groei. Zolang het economische herstel in beide landen aanhoudt en de valuta's dalen ten opzichte van de dollar, kan deflatie waarschijnlijk

vermeden worden. Bij een negatieve economische schok is het risico van deflatie in de eurozone en een terugkeer naar deflatie in Japan echter aanzienlijk. Een proactieve benadering door de centrale banken van deze landen is zinvol om deze risico's te beheersen. De BoJ is al bezig met een agressieve balansverlenging en staat klaar om in te grijpen als de verhoging van de omzetbelasting begin april het herstel ondermijnt. Ook de ECB heeft aangegeven klaar te staan om op te treden en lijkt meer open te staan voor kwantitatieve verruiming dan voorheen. Wij denken dat een relatief beperkt programma – gericht op effecten met bankleningen als onderpand – de meest waarschijnlijke stap is, mogelijk in combinatie met een bescheiden verlaging van de beleidsrente. Een grootschalig kwantitatief verruimingsprogramma zou ook staatsleningen moeten omvatten. De centrale bank lijkt bang te zijn dat de indruk ontstaat dat zij overheden financiert. Het deflatierisico zal waarschijnlijk groter moeten worden voordat de ECB zich gedwongen voelt dit taboe te doorbreken.

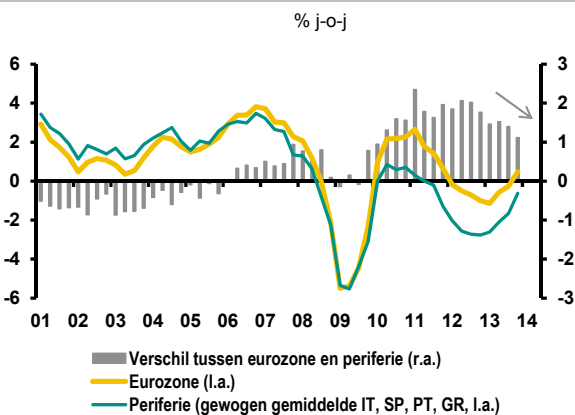
#### Divergentie monetair beleid in 2015

De Federal Reserve verlaagt momenteel het tempo van de obligatieaankopen, maar heeft door de lage inflatie nog voldoende ruimte voordat de beleidsrente verhoogd moet worden. Wij denken dat de Fed de rente ergens halverwege volgend jaar zal verhogen. Dit betekent dat 2015 waarschijnlijk het jaar van de monetair beleid divergentie wordt, aangezien de ECB en de BoJ vermoedelijk een verruimende beleidskoers blijven varen. Hierdoor zal de rente op Amerikaanse staatsobligaties (*Treasuries*) waarschijnlijk sterker gaan stijgen dan die op staatsleningen uit de eurozone en Japan. Bovendien zal de dollar waarschijnlijk terrein winnen ten opzichte van de euro, de yen en de meeste valuta's uit de opkomende landen.

## Eurozone: Inflatie ebt weg

Het BBP van de eurozone groeide in het vierde kwartaal van 2013 0,2% ten opzichte van het derde. De groei zal naar verwachting dit jaar licht versnellen en volgend jaar wat sterker. In zijn totaliteit blijft het herstel wel bescheiden. Enkele factoren die in de voorbije jaren de binnenlandse vraag drukten, zullen geleidelijk aan kracht verliezen maar verhinderen een krachtig herstel. De export zal profiteren van de aantrekkende wereldeconomie, al zal de sterke euro dit jaar nog een blok aan het been zijn. De inflatie is scherp gedaald en wij denken dat de inflatie dit jaar erg laag blijft en ook volgend jaar nog ruim onder het streefniveau van de ECB ligt. De deur staat dus open voor de ECB om haar beleid verder te verruimen. Wij denken dat de Duitse tienjaars rente zich de komende maanden vermoedelijk rond het huidige niveau blijft bewegen en ergens halverwege dit jaar geleidelijk gaat oplopen. De stijging zal echter beperkt zijn gezien de lage korte rente, lage inflatie en bescheiden economische groei. De euro zal tijdens onze prognoseperiode naar verwachting terrein prijsgeven tegenover de dollar.

### BBP-groei



Bron: Thomson Reuters Datastream

### Gematigde groei houdt aan

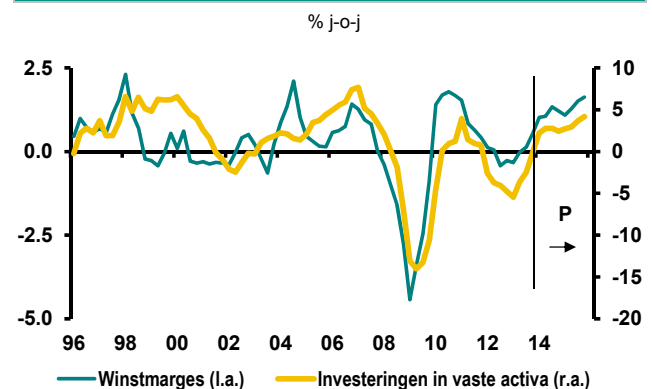
De economie van de eurozone kromp zes kwartalen op rij maar groeide in de laatste drie kwartalen van 2013 gemiddeld 0,2%. De particuliere consumptie steeg in elk van deze drie kwartalen met 0,1% kwartaal-op-kwartaal; de investeringen in vaste activa in de private sector namen in deze periode in totaal met 1,7% toe. De overheidsbestedingen bleven gelijk, terwijl de netto export en voorraadvorming samen 0,2 procentpunt bijdroegen aan de totale BBP-groei. Opmerkelijk is het herstel in de periferie in de loop van 2013, na jaren van diepe recessie en ingrijpende economische hervormingen. Het herstel was het sterkst in Portugal en Ierland maar ook de Spaanse economie zit weer in de lift. Griekenland publiceert alleen niet-seizoen-gecorrigeerde cijfers, waardoor we naar de jaar-op-jaar mutatie moeten kijken. Deze verbeterde van -6,0% in het eerste kwartaal van 2013 naar -2,3% in het vierde. Italië,

waar drastische hervormingen nog niet zijn doorgevoerd, is achtergebleven: de economie kromp in het tweede en derde kwartaal van 2013 en groeide slechts 0,1% in het vierde (kwartaal-op-kwartaal).

### Economisch herstel wint vaart in 2014-2015

De maandelijkse cijfers doen vermoeden dat de economische groei in het eerste kwartaal van dit jaar is aangetrokken. Dit was mede te danken aan de ongekend zachte winter, al werd het positief effect op de bouw voor een deel tenietgedaan door de lagere energieproductie. Zo steeg in Duitsland de bouwactiviteit in februari met 5% 3m-o-3m maar was de energieproductie 3,4% lager. Wij denken dat na het eerste kwartaal de groei gedurende de rest van het jaar zal stabiliseren rond 0,2%-0,4% kwartaal-op-kwartaal, om vervolgens in 2015 te versnellen naar ongeveer 1,8% gedurende het gehele jaar. Investeringen in vaste activa blijven de belangrijkste aanjager, gesteund door de afnemende onzekerheid rond de crisis in de eurozone, de gezonde balansverhoudingen bij bedrijven, de verbeterende winstgevendheid en de zeer lage rente. Daar staat tegenover dat de strenge kredietvoorwaarden die banken hanteren, het investeringstempo wat zullen remmen. De particuliere consumptie ontwikkelt zich naar verwachting wat trager: door de hoge werkloosheid blijft de loongroei bescheiden en in sommige landen blijft de woningmarkt zwak. Bovendien moeten de meeste landen nog verder bezuinigen, zij het minder hard dan in voorgaande jaren. De exportgroei zal profiteren van de aantrekkende wereldhandel, al zal de sterke euro dit jaar nog een blok aan het been zijn. Gezien de verwachte daling van de euro, lijkt een sterkere versnelling van de exportgroei in 2015 in het verschiet te liggen.

### Winstmarges en investeringen



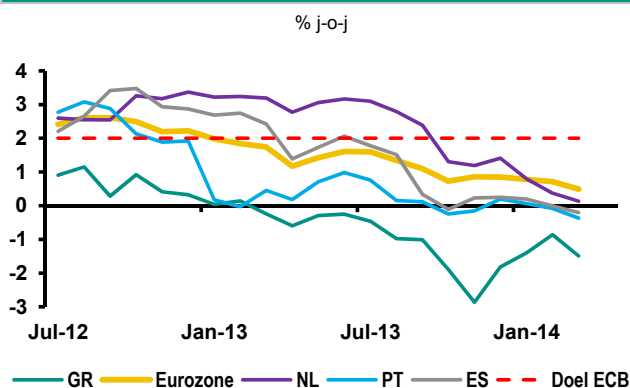
Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

### Inflatie ebt weg

De inflatie is in de afgelopen maanden snel gedaald (0,5% in maart). In de meeste perifere landen was de inflatie in de laatste paar maanden bijna nul of zelfs negatief. Vermoedelijk zal de inflatie in april tijdelijk wat oplopen onder invloed van

Pasen. In de maanden daarna zal de inflatie echter zeer laag blijven, als gevolg van de sterke euro en de aanzienlijke overcapaciteit in de economie. Ook voedsel- en energieprijzen zullen waarschijnlijk nog wat verder dalen. Volgend jaar zouden een zwakkere euro en een langzaam slinkende overcapaciteit een inflatoir effect moeten hebben. De inflatie blijft dan echter nog wel ruim onder de doelstelling van de ECB voor prijsstabiliteit.

### Inflatie in geselecteerde landen



Bron: Thomson Reuters Datastream

### ECB laat deur open voor verdere verruiming van beleid

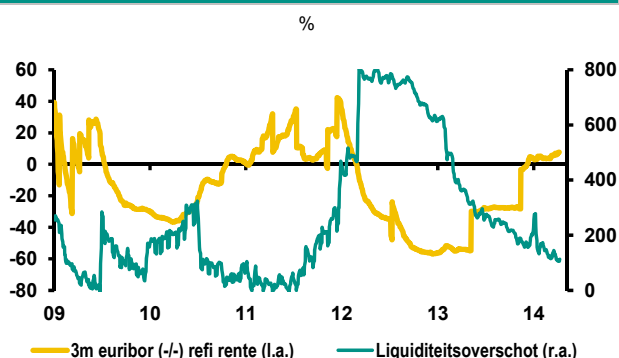
Sinds november heeft de ECB haar monetair beleid niet meer gewijzigd. Wel is de indicatie van het toekomstig rentebeleid aangescherpt en zijn de geluiden vanuit de ECB verruimingsgezinder geworden. In april verklaarde ECB-president Mario Draghi dat de ECB vastbesloten is om een sterk accommoderende koers te blijven varen en paraat staat om nieuwe conventionele of onconventionele verruimende maatregelen te nemen. Zelfs kwantitatieve verruiming behoort tot de mogelijkheden als de inflatie te lang te laag blijft. Draghi liet doorschemeren dat een dergelijk programma mogelijk gericht zal zijn op kredietverlening aan de private sector. De kans is zeer groot dat de ECB inderdaad een klein aankoopprogramma zal opstarten dat gebaseerd is op effecten met leningen als onderpand. Daarnaast is de kans op een (kleine) verlaging van de herfinancieringsrente en de depositorente toegenomen, maar ons basisscenario blijft dat de ECB voorlopig de rente ongewijzigd zal laten.

### Rente blijft laag, euro wordt goedkoper

De driemaands euribor is sinds eind november licht gestegen omdat banken hebben afgelost op hun leningen bij de ECB en hierdoor de extra liquiditeit op de geldmarkt is afgenomen. Gegeven onze verwachtingen voor het monetair beleid denken wij dat de driemaands euribor de komende maanden rond het huidige niveau blijft schommelen. De rente op Duitse tienjaars staatsobligaties (*Bunds*) beweegt zich sinds medio januari tussen 1,55% en 1,75%. De opwaartse druk van een wereldwijd economisch herstel en stijgende rendementen in de VS werd opgeheven door de lage inflatie in de eurozone en het verruimingsgezinde commentaar van de ECB. Wij denken dat de Duitse rente de komende maanden in de buurt van het huidige niveau blijft, om vervolgens op te lopen onder invloed van het doorzettend herstel van de wereldeconomie. De stijging zal vermoedelijk beperkt zijn gezien de zwakke inflatie, het accommoderend monetair beleid en de bescheiden economische groei. Wij verwachten dat de Duitse tienjaars rente 2,20% bedraagt eind 2014 en 2,70% eind 2015 en dat het renteverskil tussen de VS en Duitsland groter wordt.

Na de verruimingsgezinde opmerkingen van Mario Draghi begin april daalde de EUR/USD licht. Wij denken dat de euro dit jaar en volgend jaar veel meer terrein moet prijsgeven, hoofdzakelijk omdat de Amerikaanse economie waarschijnlijk beter zal presteren dan de economie van de eurozone en de monetaire teugels in de VS naar verwachting eerder worden aangehaald dan in de eurozone.

### Liquiditeitsoverschot en korte rente



Bron: Thomson Reuters Datastream

### Hoofddindicatoren economie eurozone

	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	(% j-o-j tenzij anders vermeld)			
						2013	2014	2015	
BBP (% k-o-k)	0,3	0,1	0,2	0,4	0,3	BBP	-0,4	1,3	1,8
Inflatie (% j-o-j)	1,4	1,3	0,8	0,7	0,5	Particuliere consumptie	-0,7	0,6	1,0
Werkloosheid (%)	12,1	12,0	11,9	11,9	11,9	Investerings	-2,9	2,5	3,4
						Totale binnenlandse vraag	-0,8	0,4	0,4
per ultimo						Uitvoer	1,3	4,4	5,9
Beleidsrente	0,50	0,50	0,25	0,25	0,25	Invoer	0,0	3,4	5,5
3m interbancaire rente	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	Inflatie	1,4	0,5	0,8
10jr staatsobligaties	1,7	1,8	1,9	1,7	1,7	Werkloosheid (%)	12,0	11,9	11,5
EUR/USD	1,30	1,35	1,38	1,37	1,35	Overheidssaldo (% BBP)	-3,1	-2,6	-2,0
						Lopende rekening (% BBP)	2,5	2,7	2,8

Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

## VS: Eindelijk lente!

De economie werd in het eerste kwartaal getroffen door de ongekend strenge winter. Een inhaalslag in het tweede kwartaal lijkt daarom logisch. De fundamentele situatie is bovendien verbeterd. Er wordt veel minder hard bezuinigd en dit zou, samen met de aantrekkende arbeidsmarkt en verbeterde balansen van huishoudens, de consumptieve bestedingen een stevige impuls moeten geven. De tot recordhoogte gestegen winsten bieden bedrijven de ruimte om meer te investeren en er moeten meer woningen gebouwd worden om de bevolkingsgroei op te vangen. Tegen deze achtergrond zal de Fed de geleidelijke afbouw van de monetaire stimulering voortzetten. Volgens ons onderschat de Fed echter de kracht van het herstel. Wij verwachten dat vanaf halverwege volgend jaar de rente in een sneller tempo wordt verhoogd dan de Fed in haar communicatie aangeeft en de markt inprijst. De rentes op *Treasuries* zullen daarom vermoedelijk binnenkort weer gaan oplopen.

### Economie getroffen door barre winter in eerste kwartaal...

De cijfers bevestigen dat de Amerikaanse economie in het eerste kwartaal gebukt ging onder de ongekend strenge winter. De uitgaven aan diensten bleven relatief goed op peil, mede dankzij hogere energierekeningen, maar de consumptieve uitgaven daalden. Wij schatten de totale reële consumptieve groei op slechts 2,0% k-o-k (vierde kwartaal 2013: 3,3%). De productie in de bouw ondervond ook ernstige hinder van het winterweer. Het aantal in aanbouw genomen woningen daalde in januari met ruim 11% en liet in februari nog geen herstel zien. Dit impliceert dat de bouw in het eerste kwartaal negatief heeft bijgedragen aan de economische groei. Verder waren de investeringen in kapitaalgoederen aan de magere kant. Ook hier was het weer spelbreker, maar het feit dat investeringen in 2014 niet meer versneld mogen worden afgeschreven, speelde eveneens een rol. Tot slot wijzen de maandelijkse handelscijfers erop dat de netto handel in het eerste kwartaal negatief aan de groei heeft bijgedragen tegen een forse positieve bijdrage in het vierde kwartaal. Per saldo denken wij dat de economie in het eerste kwartaal met circa 1,5% (k-o-k) op jaarbasis is gegroeid, wat aanzienlijk minder is dan de 2,6% in het vierde kwartaal vorig jaar.

### ...maar wij verwachten een inhaalslag in de lente

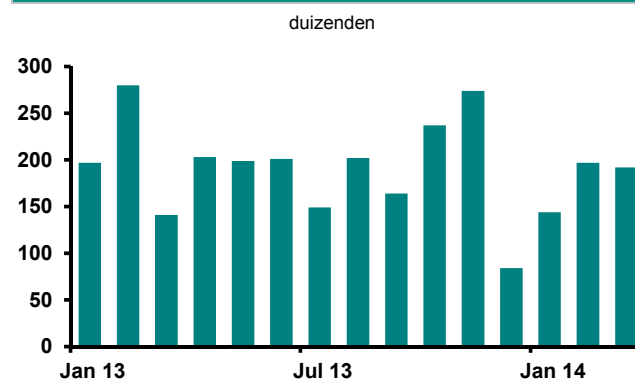
Wij voorzien een sterke opleving van de economie in het tweede kwartaal, mede dankzij een forse weergeerelateerde inhaalslag. Zo stegen de autoverkopen in maart met bijna 7% na drie zwakke maanden. De inkoopmanagersindex voor de niet-verwerkende industrie herstelde zich sterk van de inzinking in februari en de index voor de verwerkende industrie steeg voor de tweede maand op rij. De greep van de winter op de arbeidsmarkt is in februari en maart aanzienlijk verslapt: de groei van het aantal banen nam in december nog af naar

84.000 maar steeg naar 144.000 in januari en 197.000 in februari en bedroeg 192.000 in maart. Dit duidt erop dat de economie aan het einde van het eerste kwartaal al aan kracht won en het tweede kwartaal veel sterker ingaat.

### Gezonde fundamentele situatie steunt consumptie...

Het betere weer is niet de enige positieve factor; de fundamentele situatie is ook gezond. Om te beginnen is het bezuinigingstempo afgenomen van 1,8% van het BBP in 2013 naar circa 0,5% in 2014. Dit is gunstig voor de consumptieve bestedingen, al zijn er nog meer redenen waarom volgens ons de consument in de komende kwartalen het geld harder zal laten rollen. Ten eerste zet het herstel van de arbeidsmarkt door: wij denken dat de banengroei verder toeneemt en de werkloosheid verder zal dalen. Dit zou zich moeten vertalen in een bescheiden opwaartse loondruk. Tot nu toe zijn de lonen in een zeker niet indrukwekkend tempo (2,1% j-o-j) gestegen. Ten tweede hebben huishoudens hun balans goed op orde. Dankzij de sterk stijgende effectenkoersen en huizenprijzen is hun vermogen (activa minus schulden) in 2013 met bijna USD 10 biljoen gegroeid. De noodzaak voor huishoudens om te sparen is hierdoor aanzienlijk afgenomen.

### Maandelijkse toename van het aantal banen



Bron: Thomson Reuters Datastream

### ...en investeringen in kapitaalgoederen

Ook voor investeringen staat het licht op groen. De bedrijfs-winsten zijn in het vierde kwartaal met 2,1% gestegen, waarmee het aandeel van de winsten in het BBP kwam op 12,7%, het hoogste niveau sinds 1950! Bovendien zijn de economische vooruitzichten aanzienlijk beter dan een jaar geleden en is de onzekerheid over de fiscale situatie gedaald. Wij verwachten dan ook dat de investeringen in kapitaalgoederen sterk zullen toenemen.

### Huizensector zal economie blijven steunen

De huizenmarkt zou de economie ook moeten stimuleren, ondanks de gestegen hypotheekrente. In februari werden



weliswaar 7,1% minder woningen (bestaande bouw) verkocht dan een jaar eerder, maar de doorlooptijd voor de verkoop van de totale woningvoorraad is slechts 5,2 maanden. Onder de grens van acht maanden gaan de huizenprijzen doorgaans omhoog. Een verdere stijging ligt dus in het verschiet, al zal het waarschijnlijk minder hard gaan dan vorig jaar toen huizen 13% duurder werden. Wij zijn ook optimistisch over de bouwactiviteit. Deze moet worden opgevoerd om de bevolkingsgroei (circa 2,5 miljoen per jaar in het komende decennium) te kunnen opvangen. De gemiddelde omvang van een huishouden is nu 2,5 personen en zal waarschijnlijk iets dalen wanneer het herstel goed op stoom komt. Verder worden er jaarlijks gemiddeld 300.000 woningen gesloopt. Een simpele optelsom leert dat het aantal woningen dat in aanbouw wordt genomen, in de komende jaren omhoog moet van 946.000 naar 1,3 à 1,4 miljoen.

### Langere periode van boventrendmatige groei

Voor het tweede kwartaal rekenen wij op een scherp herstel van de economie, gesteund door de verwachte inhaalslag na de strenge winter. In het derde kwartaal volgt dan vermoedelijk een geringe terugslag maar het herstel zal sterk genoeg blijven om een boventrendmatige groei gedurende een langere periode vast te houden. Alle hierboven besproken cyclische aanjagers zullen immers steeds meer een duit in het zakje doen. Pas tegen het einde van 2015 zal het herstel wat aan kracht inboeten wanneer de Fed de monetaire teugels strakker gaat aanhalen (zie ook hierna).

### Kerninflatie gaat geleidelijk weer oplopen

De totale inflatie steeg van 1,1% naar 1,5% in maart. Echter de kerninflatie liep ook wat op (van 1,6% naar 1,7%). We denken dat dit het begin is van een geleidelijke opwaartse trend. De kerninflatie is sinds mei 2012 gedaald. Ondanks stijgende huren, daalden de prijzen van goederen en steeg de dienstenprijzen minder hard. Afgaande op producentenprijzen zullen de prijzen van goederen binnenkort stabiliseren, terwijl de diensteninflatie zal worden aangewakkerd door een sterker herstel van de arbeidsmarkt en een toegenomen vraag naar diensten. Het inflatoir effect hiervan zal getemperd worden door iets tragere huurstijgingen, omdat er meer huizen worden gebouwd. Maar per saldo zou de inflatiedruk geleidelijk moeten gaan toenemen.

### Hoofdicatoren economie VS

	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2		(% j-o-j tenzij anders vermeld)		
							2013	2014	2015
BBP (% k-o-k, geannualiseerd)	2,5	4,1	2,6	1,6	4,5	BBP	1,9	3,3	3,9
Inflatie (% j-o-j)	1,4	1,5	1,2	1,4	1,7	Particuliere consumptie	2,0	3,0	3,7
Werkloosheid (%)	7,5	7,3	7,0	6,7	6,6	Investerings	2,9	5,3	9,0
						Totale binnenlandse vraag	1,7	3,0	4,2
per ultimo						Uitvoer	2,7	3,6	5,2
Beleidsrente	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	Invoer	1,4	2,7	7,3
3m interbancaire rente	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3				
10jr staatsobligaties	1,90	2,6	3,0	2,9	3,0	Inflatie	1,5	1,6	2,0
EUR/USD	1,30	1,35	1,38	1,37	1,35	Werkloosheid (%)	7,4	6,5	5,5
USD/JPY	100	99	103	105	106	Overheidssaldo (% BBP)	-4,1	-2,6	-2,4
GBP/USD	1,53	1,61	1,66	1,65	1,65	Lopende rekening (% BBP)	-2,3	-2,2	-2,5

Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

### Fed bouwt monetaire stimulering verder af

Zoals alom verwacht besloot de Fed tijdens de vergadering in maart om de afbouw van monetaire stimulering (*tapering*) voort te zetten. De maandelijkse obligatieaankopen werden verlaagd met USD 10 mld naar USD 55 mld. De leden zijn inmiddels wel iets optimistischer over de kracht van het herstel van de arbeidsmarkt. Zij hebben hun prognose voor de beleidsrente (*fed funds rate*) eind 2015 dan ook opgetrokken van 0,75% naar 1,0%. Tijdens de persconferentie zei voorzitter Janet Yellen dat er tussen de beëindiging van de kwantitatieve verruiming en de eerste renteverhoging een periode van "ongeveer zes maanden" zou liggen. Hoewel de notulen van de vergadering een voorzichtiger beeld ten aanzien van de eerste verhoging van de rente schetsten, denken wij niet dat de voorzitter van de Fed deze opmerking maakte zonder hier een bedoeling mee te hebben. Omdat wij ervan uitgaan dat de economische groei in de komende kwartalen sterk versnelt, zal de Fed naar onze mening doorgaan met *tapering* en worden de programma's tijdens de bijeenkomst in oktober stopgezet. Op basis van onze prognoses voor de inflatie en werkloosheid komen wij dan uit op een eerste rentestap ergens halverwege volgend jaar. Dit wijkt niet veel af van het door Yellen impliciet aangegeven tijdstip. Omdat wij een krachtiger economisch herstel en een sterkere daling van de werkloosheid voorzien dan de Fed, denken wij dat de *fed funds rate* wat sneller wordt verhoogd dan de Fed in haar communicatie aangeeft en eind volgend jaar 1,5% is.

### Rendementen op Treasuries gaan omhoog

Dit is ook hoger dan de financiële markten op dit moment inrijzen en verklaart waarom wij denken dat de tienjaars rente later dit en volgend jaar zal oplopen. Het strenge winterweer en de wat voorzichtige toon van de Fed-notulen van de vergadering in maart hebben tot op heden een stijging van de rente geblokkeerd. Toch zijn de rentes op *Treasuries* wel iets gestegen nadat het FOMC zijn rentetraject voor 2015 aanscherpte. Aangezien het herstel in de komende kwartalen aanzienlijk zal versnellen, zal de rente op tienjaars *Treasuries* waarschijnlijk verder oplopen. We voorzien deze stijging vooral in de tweede helft van 2014 en in 2015, wanneer de verwachtingen ten aanzien van renteverhogingen door de Fed steeds meer zullen worden verdisconteerd door de markt.

## Japan: Belastingverhoging vindt doorgang

Met de verhoging van het omzetbelastingtarief is een belangrijke stap gezet om de overheidsfinanciën op orde te brengen. In de aanloop naar de verhoging van het tarief is de binnenlandse vraag gestegen. Voor het tweede kwartaal moet rekening worden gehouden met een tijdelijke terugval. Daarna zal de vraag weer aantrekken. Bedrijven maken hoge winsten en kunnen makkelijker aan krediet komen. De aanhoudende investeringsactiviteit leidt tot een verdere verbetering van de arbeidsmarkt. Dat zorgt ervoor dat het besteedbaar inkomen op peil blijft, ondanks hogere prijzen. De Bank of Japan (BoJ) is goed op weg om de deflatoire tendens te keren en staat klaar om aanvullende maatregelen te treffen. Het vooruitzicht van verdere verruiming van het monetair beleid houdt de rente laag en zet de yen onder druk.

### Mijlpaal

De regering heeft een belangrijke stap gezet om de overheidsfinanciën op orde te brengen. Vanaf april bedraagt het tarief van de omzetbelasting 8% in plaats van 5%. De volgende aanpassing naar 10% staat voor oktober volgend jaar gepland. Berekeningen van de OESO wijzen uit dat een verhoging van het tarief met een procentpunt extra belastinginkomsten oplevert ter waarde van 0,5% van het BBP. Een bijstelling naar 10% zou het begrotingstekort dus met structureel 2,5% verkleinen.

De aanpassing van het omzetbelastingtarief is een mijlpaal. Het thema staat al sinds de jaren 70 op de agenda, maar werd telkens uitgesteld. Slechts eenmaal durfden de beleidsmakers het aan om het tarief te verhogen. De timing was echter ongelukkig. De lastenverhoging viel in 1997 samen met bezuinigingen, de Azië-crisis en een binnenlandse bancaire crisis. De economische dip die volgde, was zo diep dat het onderwerp lange tijd in de ijskast stond.

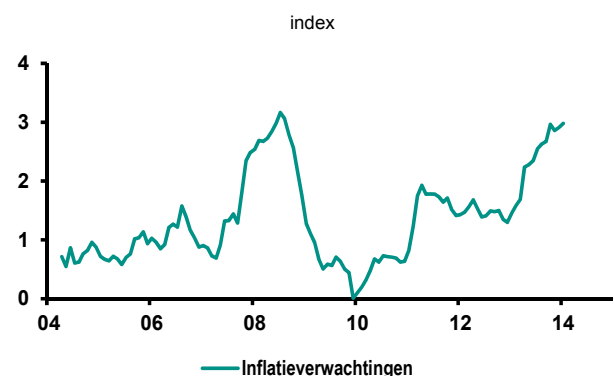
De geschiedenis zal zich niet herhalen. De internationale omgeving is gunstiger dan in 1997. Ook de binnenlandse economie staat er sterker voor. De BBP-groei kwam in het vierde kwartaal uit op 2,5% jaar-op-jaar. Dit kwam volledig op het conto van de binnenlandse economie. De belangrijkste bijdrage kwam van de consumptie en de bedrijfsinvesteringen, respectievelijk 1,3 en 1,2 procentpunt groot. Ook de overheid leverde met 0,4 procentpunt een positieve bijdrage. De externe sector en de voorraadopbouw drukten het groeipercentage echter met 0,2 en 0,1 procentpunt.

### Consumptie stijgt in aanloop verhoging

De toename van de consumptie hangt grotendeels samen met de genoemde verhoging van het omzetbelastingtarief. In anticipatie hierop hebben gezinnen de aankoop van duurzame goederen naar voren gehaald. Zo steeg het aantal

autoregistraties in het laatste kwartaal met 20% j-o-j en is ook de verkoop van flatscreen tv's sterk gestegen. Daarnaast hebben gezinnen meer uitgegeven aan woningonderhoud. De verwachting is dat de consumptie in het tweede kwartaal tijdelijk zal krimpen als gevolg van de verhoging van het omzetbelastingtarief, temeer omdat gezinnen bestedingen naar voren hebben geschoven, maar dat de consumptie in het derde kwartaal mogelijk weer een klein plusje optekent.

### Gezinnen houden rekening met stijging inflatie



Bron: Thomson Reuters Datastream

Een vooraankondiging van de tijdelijke bestedingsdip is te zien in de recente daling van het consumentenvertrouwen. Na een record in september is het sentiment in de maanden daarna aanhoudend gedaald. Een belangrijke oorzaak hiervan is de opgelopen inflatie. Consumenten zijn er in toenemende mate van overtuigd dat de inflatie zal stijgen. De stijging van de *output gap*, die het verschil tussen de feitelijke en de potentiële productie meet, geeft daar alle reden toe.

Op zichzelf is de hogere prijsdruk en de verwachting dat de inflatie verder zal oplopen een compliment waard. De BoJ heeft zich immers ten doel gesteld de deflatoire tendens te keren en slaagt daar wonderwel in. De inflatie bedraagt nu 1,5% j-o-j, een flinke verandering ten opzichte van begin 2013 toen er nog sprake was van deflatie. Kanttekening is wel dat de stijging grotendeels het gevolg is van de lagere koers van de yen en de hogere prijs van energie. Om deflatie definitief de kop in te drukken, zal de BoJ de agressieve koers voortzetten. Dit zal de kapitaalmarktrente in bedwang houden en de koers van de yen verder omlaag duwen.

### Lonen blijven stijgen

Tegenover het koopkrachtverlies als gevolg van de inflatiestijging staat een verbetering van de arbeidsmarkt. De werkgelegenheid is vorig met 0,7% gestegen, terwijl de beroepsbevolking met slechts 0,3% toenam. Het resultaat is dat de werkloosheid is gedaald van 4,2% van de

beroepsbevolking in januari 2013 tot 3,6% in februari 2014. De verhouding vacatures en werkzoekenden ligt nu weer op het niveau van 2007, toen de economie nog vol op stoom was. De lage werkloosheid geeft werknemers meer macht bij de loononderhandelingen. De lonen zijn vorig jaar met 0,2% gestegen, na een daling van 0,6% in 2012. Mede als gevolg daarvan steeg het besteedbaar inkomen vorig jaar met 0,3%.

Ook voor dit jaar zullen de lonen naar verwachting een stijging optekenen, al was het maar omdat diverse belangrijke werkgevers bij de laatste onderhandelingsronde gehoor hebben gegeven aan de oproep van de regering om werknemers te compenseren voor de lastenverzwaring als gevolg van het hogere tarief op de omzetbelasting. De werkgevers hebben hier ook ruimte voor. De winstgevendheid van bedrijven is sterk verbeterd. De bedrijfswinsten zijn in 2013 met 20% gestegen ten opzichte van 2012. Dat kwam vooral doordat de productiviteit vorig jaar met 1,9% toenam. Mede als gevolg daarvan daalden de kosten per eenheid product met 1,1%.

De verbeterde winstgevendheid verschaft bedrijven financiële ruimte om te investeren. Extra financiële ruimte is er ook omdat de banken scheutiger zijn met krediet en hun voorwaarden versoepelen. Bedrijven mogen meer krediet opnemen tegen geringere spreads en een lager onderpand. Het uitstaande krediet is vorig jaar met 1,8% toegenomen. De gunstigere kredietcondities hangen samen met het beleid van de BoJ, dat op grote schaal obligaties opkoopt. De liquide middelen die banken hiermee in handen krijgen, wenden zij in toenemende mate aan voor kredietverlening.

### Ondernemers hebben vertrouwen

Het ondernemerssentiment is duidelijk verbeterd onder invloed van de betere winstcijfers en de soepelere financieringscondities. De PMI indices van zowel de dienstensector als de verwerkende industrie staan ruim boven de 50. De *all industries index* koerst richting het recordniveau van 2007 en de Tankan survey staat op het hoogste niveau sinds 1992. Deze toonaangevende conjunctuurmonitor wijst uit dat ondernemers optimistisch zijn over de toekomst, al houden zij een slag om de arm voor het tweede kwartaal.

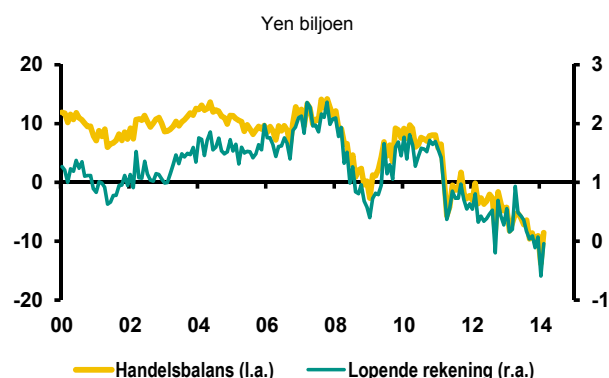
### Hoofdindicatoren economie Japan

	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2		(% j-o-j tenzij anders vermeld)		
							2013	2014	2015
BBP (% k-o-k)	0,3	0,6	0,6	1,2	-0,2	BBP	1,5	1,6	1,4
Inflatie (% j-o-j)	-0,3	0,9	1,4	2,0	2,3	Particuliere consumptie	1,9	0,7	0,6
Werkloosheid (%)	4,0	4,0	3,9	3,9	3,9	Investerings	2,7	3,3	1,3
						Totale binnenlandse vraag	1,8	1,7	1,0
per ultimo						Uitvoer	1,6	4,6	3,7
Beleidsrente	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	Invoer	3,3	5,1	1,4
3m interbancaire rente	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2				
10jr staatsobligaties	0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	Inflatie	0,4	2,3	1,7
EUR/JPY	131	130	139	135	135	Werkloosheid (%)	4,0	3,9	3,8
USD/JPY	100	99	103	105	106	Overheidssaldo (% BBP)	-10,0	-8,5	-6,5
						Lopende rekening (% BBP)	0,7	0,7	0,9

Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

De terughoudendheid bij ondernemers over de vooruitzichten voor het tweede kwartaal is ook terug te zien in de *Economy Watchers Survey*, waarvan de index de afgelopen maanden scherp daalde. Een eerste signaal dat de productie tijdelijk zal terugvallen, komt van de industriële productiecijfers over februari. De productie steeg in die maand met 7% jaar op jaar, een verdienstelijk cijfer, maar lager dan dat over januari. Toen bereikte de productie met 10,4% j-o-j een piek, vooral als gevolg van de extra productie van auto's en bouwbenodigdheden. In afwachting van de vraagterugval in het tweede kwartaal teren bedrijven tijdelijk op hun voorraden in.

### Lopende rekening vertoont een tekort



Bron: Thomson Reuters Datastream

Het bedrijfsleven zal meer moeten doen om het concurrentievermogen te verbeteren. Hoewel de negende positie op de *Global Competitiveness Index* van het *World Economic Forum* anders doet vermoeden, leggen veel bedrijven het af tegen concurrenten in het buitenland. De verslechtering van de ruilvoet wijst uit dat Japanse bedrijven op concurrerende markten actief zijn en mogelijk te weinig vernieuwend zijn. Ook de depreciatie van de yen heeft het tij niet kunnen keren. Gevolg is dat de groei van de uitvoer achterblijft bij die van de invoer en het handelstekort oploopt. Ook de lopende rekening staat de laatste maanden in de min.

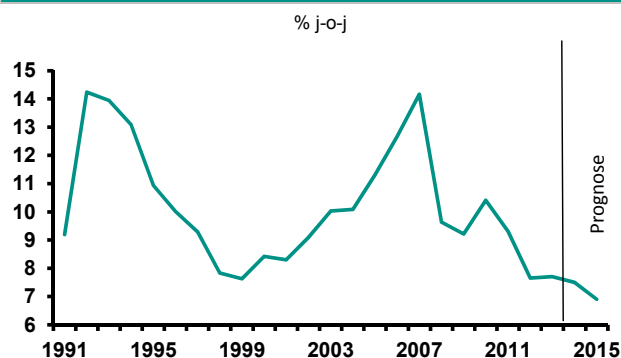
## China: Het tij is aan het keren

De afgelopen maanden hingen er donkere wolken boven China, maar de situatie lijkt te verbeteren. Doorgaans verbinden wij geen harde conclusies aan cijfers over het eerste kwartaal: deze worden door het Chinese Nieuwjaar vertroebeld. Toch wordt het steeds duidelijker dat de Chinese economie aan kracht heeft ingeboet. Maatregelen om het schaduwbankieren en de hoge schuldenlast te beteugelen, hebben het sentiment aangetast en de economische bedrijvigheid gedrukt. Er wordt zelfs weer gevreesd voor een harde landing, maar deze vrees is volgens ons overtrokken. China houdt vast aan een groei-doelstelling van circa 7,5% (gelijk aan 2013). Wij denken dat dit haalbaar is, zij het met wat extra stimulering. Het Chinese besluit van begin april om bepaalde projecten te versnellen werd door beleggers positief ontvangen. Wij handhaven onze groeiprognose op 7,5% voor 2014 en 7% voor 2015.

### Hortend begin van 2014, maar groei-doelstelling intact

In de eerste maanden van het jaar lieten de meeste maandindicatoren, zoals de investeringen in vaste activa en de industriële productie, een vertraging zien ten opzichte van het eerste kwartaal van 2013, terwijl prijsdruk afwezig bleef. De BBP-groei kwam in het eerste kwartaal van 2014 uit op 7,4% j-o-j tegen 7,7% in het voorgaande kwartaal. Wij denken dat de zwakkere binnenlandse bedrijvigheid het gevolg is van striktere hervormingen, gericht tegen de hoge schuldenlast, de overcapaciteit, de vervuiling en de corruptie. Hoewel de overheid de economie graag wil hervormen, kondigde zij tijdens het Twaalfde Nationale Volkscongres toch aan dat de doelstelling van een BBP-groei van 7,5% in 2014 gehandhaafd wordt. Wel is inmiddels duidelijk dat dit niet de enige prioriteit is. Milieukwesties en schuldafbouw staan ook hoog op de ambitieuze agenda.

### Groei BBP



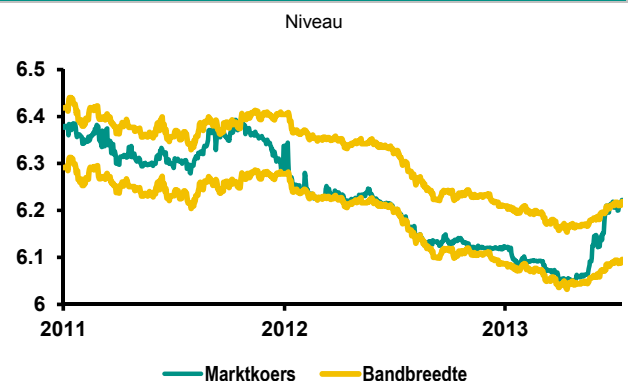
Bron: Thomson Reuters Datastream

### Hervormingstempo opgevoerd ...

De Chinese leiders hebben bewezen harde hervormers te zijn. Tijdens het Derde Plenum in november werd een uitvoerige hervormingsagenda gepresenteerd die ambitieuzer was dan verwacht. Het verslag van het Twaalfde Nationale Volkscongres in maart bevatte nadere details over de hervormingen. Deze zijn vooral gericht op schuldafbouw, aangevuld met maatregelen om dat proces soepel te laten verlopen, zoals een depositogarantieregeling, verruiming van de bandbreedte voor de CNY, striktere verantwoordingsplicht voor budgetten en lokale overheden, belastingfaciliteiten voor het MKB en verlaging van barrières voor staatsbedrijven. Premier Li riep ook op tot een ordelijke verstedelijking en zinspeelde voorzichtig op hervorming van het landeigendom.

Het hervormingstempo is de afgelopen maanden opgevoerd. Woorden worden omgezet in daden. Het kwetsbare financiële systeem dwingt de autoriteiten om duidelijke signalen af te geven. Zo trekt SINOPEC, de Chinese raffinagegigant, nu kapitaal in de particuliere sector aan, terwijl China National Petroleum Corp dit doet via joint ventures. Voorts is de bandbreedte van de CNY in maart vergroot; dit maakt de munt flexibeler en draagt bij aan een opener kapitaalrekening. Naar verwachting neemt de instroom van speculatief kapitaal op zoek naar een sterke munt af en krijgt ook de exportgroei een impuls. In het kader van het Nieuwe Verstedelijkingsplan 2014-2020 worden de investeringen in infrastructuur waarschijnlijk versneld. Dit kan zorgen voor een omslag van de negatieve stemming en de economie een impuls geven, al bestaat het risico dat de autoriteiten vervallen in hun oude gewoonte om hogere groei te zoeken in nieuwe investeringsprojecten.

### Vergroting bandbreedte CNY



Bron: Bloomberg

De afgelopen tien jaar moedigde het urbanisatiebeleid geldverslindende, met veel schuld gefinancierde investeringen aan. De nadruk moet nu dus op andersoortige investeringen in verstedelijking liggen. Zo moet de particuliere sector meer bij

de financiering van grote projecten betrokken worden. Ook moeten migranten meer kunnen verdienen, zodat de consumptieve bestedingen gestimuleerd worden en de kwaliteit van de groei verbetert. Volgens de staatsmedia zitten er meer maatregelen in het vat: diverse steden mogen de restricties op woning-verkopen, bedoeld om de stijging van vastgoedprijzen te beteugelen, versoepelen.

#### ... maar ook nieuwe ronde van ministimulering

De onzekerheid rond met name de schuldafbouw heeft het beleggerssentiment gedrukt en de vrees voor een harde landing aangewakkerd. De meeste analisten veronderstelden dat steunmaatregelen nodig zouden zijn om de economie op koers te houden. Tijdens een bijeenkomst van de Staatsraad begin april gaf premier Li aan dat het kabinet de bouw van spoorwegen in het midden en het westen van het land zou versnellen en de financiering van goedkope huisvesting via de Chinese ontwikkelingsbank zou ondersteunen. Dit lijkt op een herhaling van de stimulering van vorig jaar: klein van omvang maar voldoende om het marktvertrouwen op te vijzelen. De spoorweginvesteringen van vorig jaar, samen met belasting-faciliteiten, waren voldoende om de economie te versterken. Tot dusverre hebben de markten positief gereageerd op de aangekondigde maatregelen.

#### Geen harde landing in het verschiet

Door het hervormingsproces – met name de schuldafbouw – loopt onze groeiprognoze van 7,5% gevaar. Door de specifieke kenmerken van het land, lijkt een harde landing onwaarschijnlijk. Ten eerste heeft de overheid zo'n stevige vinger in de pap dat zij, bij verslechterende economische omstandigheden, banken kan verplichten om krediet te verlenen en staatsbedrijven om te investeren. Ten tweede heeft de overheid voldoende ammunitie, gezien het overschot op de lopende rekening en de begroting. Bovendien is de inflatie laag. Ten derde bevindt de economie zich in een transitieproces richting consumptie. Dit houdt in dat andere sectoren, waaronder de dienstensector (gezondheidszorg), voldoende groeipotentieel bieden. Het effect van krimpende sectoren, zoals de industrie, blijft zo beperkt. Ten vierde beschikt het Chinese financiële systeem over een bijzondere buffer, namelijk een hoge spaarquote (circa 50% in 2013). Gezien de beperkte alternatieven, onder meer als gevolg van restricties op de uitstroom van kapitaal, lijkt deze financieringsbron vrij stabiel. Bovendien heeft de Chinese centrale bank genoeg monetaire manoeuvreerruimte: de reserveverplichtingen en rente zijn hoog.

Los van deze kenmerken laten de ontwikkelde economieën een gestaag herstel zien. De groei van de externe vraag in de VS en de eurozone – belangrijke handelspartners van China – biedt naar verwachting steun aan de groei van de Chinese export. Wij denken dat de BBP-groei in de rest van 2014 geleidelijk aantrekt. De investeringsactiviteit neemt in het tweede halfjaar verder toe, terwijl de economische dynamiek

dankzij de export en de consumptie in stand blijft en een escalatie van het proces van schuldafbouw wordt voorkomen.

#### Belangrijkste risico's: schuldafbouw en vastgoedmarkt

We hebben enige hervormingsgerelateerde volatiliteit in onze groeiprognoze voor dit jaar verwerkt, want tijdens een proces van schuldafbouw bestaat altijd het risico dat het sentiment abrupt verslechtert. De schuldenlast van Chinese bedrijven is met circa 170% van het BBP een van de hoogste ter wereld. Tot de bedrijvensector behoren echter ook staatsbedrijven en vastgoedbeleggers. Bij veel staatsbedrijven is sprake van overcapaciteit en is onduidelijk of hun resultaten voldoende zijn om hun rente- en aflossingsverplichtingen na te komen. Vooral strategische staatsbedrijven profiteren van een sterke impliciete overheidssteun. Dit doet vermoeden dat het schuldafbouwproces ordelijk kan verlopen. Door maatregelen om de kredietgroei te remmen, is de toekomst voor vastgoedontwikkelaars onzekerder geworden. Vastgoedbeleggingen presteerden zwak in het eerste kwartaal. Veel vastgoedbedrijven worden bovendien gefinancierd door trustfondsen, een segment van het schaduwbankwezen dat wordt ingekrompen. Dit kan gevolgen hebben voor de kredietverlening aan de vastgoedsector of voor het doorrollen van leningen. Er spelen thans twee vragen rond de vastgoedmarkt: hoe winstgevend waren de investeringen in het verleden? En blijft de vraag naar vastgoed dit jaar groeien, zodat er geen overaanbod komt? De bouw is goed voor circa 7% van het BBP, terwijl de indirecte bijdrage van de vastgoedmarkt aan het BBP zo'n 16% bedraagt. Gezien de economische dwarsverbanden vrezende we voor aanzienlijke uitstralingseffecten indien het proces van schuldafbouw wanordelijk verloopt.

Al met al hebben de Chinese leiders de mogelijkheden om een flexibel beleid te voeren en de middelen om de economie te steunen. Hierbij mogen zij niet te vergeten dat groei van betere kwaliteit het doel is. Anders stellen zij alleen maar de aanpak uit van een situatie die steeds moeilijker op te lossen is.

Hoofdindicatoren economie China

	2011	2012	2013	2014e	2015e
BBP (% j-o-j)	9,3	7,7	7,7	7,5	7,0
Inflatie (% j-o-j)	5,5	2,6	2,6	2,8	3,2
Overheidssaldo (% BBP)	-1,1	-1,6	-1,8	-2,0	-2,0
Overheidsschuld (% BBP)	15,2	15,5	16,3	20,0	17,7
Lopende rekening (% BBP)	2,0	2,5	2,1	1,5	1,0
Investeringsquote (% BBP)	46	46	47	47	46
Savingsquote (% BBP)	50,2	50,1	50,2	49,3	48,2
USD/CNY (ultimo)	6,30	6,29	6,10	6,1	6,2
EUR/CNY (ultimo)	8,18	8,29	7,32	6,7	7,1

Overheidssaldo en lop. rekening voor 2014 en 2015 zijn afgeronde getallen

Bron: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

## Ramingen hoofdindicatoren

17-4-2014	BBP (%j-o-j)				Inflatie (%j-o-j)				Werkloosheid (%)			
	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E
VS	2,8	1,9	3,3	3,9	2,1	1,5	1,6	2,0	8,1	7,4	6,5	5,5
Japan	1,4	1,5	1,6	1,4	-0,1	0,4	2,3	1,7	4,3	4,0	3,9	3,8
Eurozone	-0,6	-0,4	1,3	1,8	2,5	1,4	0,5	0,8	11,4	12,0	11,9	11,5
Duitsland	0,9	0,5	2,0	2,3	2,0	1,5	1,0	1,3	6,8	6,9	6,7	6,4
Frankrijk	0,0	0,3	1,0	1,3	2,0	0,9	0,7	0,9	9,8	10,3	10,5	10,2
Italië	-2,4	-1,8	0,5	0,8	3,3	1,3	0,3	0,1	10,7	12,2	13,5	13,8
Spanje	-1,6	-1,2	1,1	1,7	2,5	1,4	0,1	0,7	25,1	26,4	25,3	24,0
Nederland	-1,3	-0,8	1,2	1,3	2,8	2,6	0,9	1,3	5,3	6,7	7,3	7,1
België	-0,1	0,2	1,3	1,6	2,6	1,2	1,2	1,4	7,6	8,4	8,5	8,3
Oostenrijk	0,7	0,4	1,6	1,8	2,6	2,1	1,8	1,9	4,4	4,9	4,9	4,8
Finland	-1,0	-1,4	0,6	1,7	3,2	2,2	1,2	1,4	7,7	8,2	8,6	8,3
Griekenland	-7,0	-3,9	0,3	3,0	1,0	-0,9	-2,1	-0,9	24,1	27,2	26,2	25,2
Portugal	-3,2	-1,4	1,3	1,7	2,8	0,3	-0,2	0,5	15,9	16,5	15,0	14,5
Ierland	0,2	-0,3	1,9	2,5	2,0	0,5	0,1	0,3	14,7	13,1	11,6	11,0
VK	0,3	1,9	3,0	2,8	2,8	2,5	1,6	1,7	8,0	7,5	6,7	6,0
Zweden	1,3	1,3	2,6	2,8	1,6	0,2	0,8	2,2	8,0	8,2	7,8	7,6
Denemarken	-0,4	0,4	0,9	1,6	2,4	0,8	1,4	1,8	6,0	5,7	5,7	5,5
Zwitserland	1,0	1,7	2,0	2,2	-0,7	-0,2	0,5	0,8	2,9	3,2	3,1	3,0
Noorwegen	3,3	2,0	2,3	2,5	0,6	2,0	2,0	2,3	3,1	3,5	3,5	3,5
Canada	1,8	1,7	2,4	2,8	1,6	1,3	1,3	2,4	7,2	7,0	6,8	6,5
Australië	3,6	2,5	2,8	2,9	1,8	2,1	2,6	2,7	5,4	6,0	6,2	6,0
Nieuw Zeeland	2,5	2,7	3,4	3,2	1,0	1,2	2,0	2,0	7,3	6,2	5,0	4,9
Wereld	3,0	2,9	3,6	3,8	3,9	3,8	3,8	3,6				
Wereldhandel	1,9	2,3	6,0	6,0								

	Lopende rekening (%BBP)				Begrotingssaldo (%BBP)				Overheidsschuld (%BBP)			
	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E
VS	-2,7	-2,3	-2,2	-2,5	-6,8	-4,1	-2,6	-2,4	70	72	73	73
Japan	1,1	0,7	0,7	0,9	-9,5	-10,0	-8,5	-6,5	214	224	230	233
Eurozone	1,3	2,5	2,7	2,8	-3,7	-3,1	-2,6	-2,0	91	97	97	96
Duitsland	7,0	7,0	6,7	6,4	0,1	0,0	0,1	0,3	81	78	76	73
Frankrijk	-2,2	-2,2	-2,1	-2,0	-4,9	-4,3	-3,8	-3,0	90	94	96	96
Italië	-0,4	0,8	1,2	1,5	-3,4	-3,0	-3,0	-2,5	127	133	134	133
Spanje	-1,2	1,0	1,8	2,2	-10,6	-6,6	-5,8	-4,5	86	94	98	102
Nederland	9,5	10,4	10,7	10,7	-4,1	-2,5	-2,8	-2,4	71	74	74	74
België	-1,9	-1,6	-1,0	-0,7	-4,0	-2,7	-2,4	-2,2	100	101	101	101
Oostenrijk	2,4	2,7	2,9	2,9	-2,6	-1,5	-2,6	-1,5	74	75	76	75
Finland	-1,4	-1,1	-0,5	-0,3	-1,8	-2,2	-2,4	-2,1	54	57	61	63
Griekenland	-2,4	0,7	1,1	0,6	-9,0	-13,5	-2,0	-1,1	157	176	176	172
Portugal	-2,0	0,5	1,1	1,3	-6,4	-4,9	-4,2	-3,0	124	128	128	127
Ierland	4,4	6,6	6,2	5,9	-8,2	-7,2	-4,8	-3,0	117	123	119	117
VK	-3,2	-2,1	-2,4	-2,5	-6,1	-6,4	-5,3	-4,3	89	95	97	99

Bron Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

17-4-2014	BBP (% j-o-j)				Inflatie (% j-o-j)			
	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E
Opkomend Azië	5,8	6,1	6,1	5,9	4,3	4,3	4,3	4,5
Opkomend Europa	2,1	1,7	1,6	2,7	6,4	5,2	4,9	4,6
Latijns-Amerika	2,9	2,4	2,8	3,1	7,8	8,5	11,6	9,0
Midden-Oosten / Noord-Afrika	1,8	1,5	3,2	3,7	8,2	13,0	8,6	7,9
<b>Opkomende markten totaal</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>
Eurozone	-0,6	-0,4	1,3	1,8	2,5	1,4	0,5	0,5
VS	2,8	1,9	3,3	3,9	2,1	1,5	1,6	1,6
Wereld	3,0	2,8	3,3	3,5	3,4	3,5	3,6	3,5
Opkomende markten								
China	7,7	7,7	7,5	7,0	2,6	2,6	2,8	3,2
India	3,3	4,5	5,0	5,5	9,7	10,1	8,0	7,5
Turkije	2,2	4,0	3,0	4,0	8,9	7,5	8,0	7,0
Rusland	3,5	1,3	1,0	2,0	5,1	6,8	5,5	5,0
Brazilië	1,0	2,5	2,5	3,0	5,4	6,2	6,0	5,9

	Lopende rekening (% BBP)				Begrotingssaldo (% BBP)			
	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E
Opkomend Azië	1,1	1,5	1,0	1,0	-2,4	-2,5	-2,5	-2,5
Opkomend Europa	-0,9	-1,5	-1,0	-1,5	-1,7	-2,0	-1,0	-2,0
Latijns-Amerika	-1,6	-2,5	-2,5	-2,5	-2,6	-3,0	-3,5	-3,0
Midden-Oosten / Noord-Afrika	9,4	6,5	5,0	4,5	2,5	0,0	-1,0	-1,0
Eurozone	1,3	2,5	2,7	2,8	-3,7	-3,1	-2,6	-2,0
VS	-2,7	-2,3	-2,2	-2,5	-6,8	-4,1	-2,6	-2,4
Opkomende markten*								
China	2,5	2,0	1,5	1,0	-1,6	-2,0	-2,0	-2,0
India	-5,0	-3,0	-2,5	-3,0	-4,9	-5,0	-5,0	-4,5
Turkije	-6,2	-8,0	-6,0	-6,0	-2,1	-1,0	-2,5	-3,0
Rusland	3,6	2,5	2,0	1,0	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5
Brazilië	-2,4	-3,5	-3,5	-3,5	-2,4	-3,0	-4,0	-3,5

\* 2014 en 2015 voor de lopende rekening en begrotingssaldo zijn afgerond

Bron: Thomson Reuters Datastream, EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

Lees meer van het Economisch Bureau op: <https://insights.abnamro.nl/category/economie/>

Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de economie. ABN AMRO behoudt zich alle rechten voor met betrekking tot de informatie in het document en het document wordt uitsluitend aan u verstrekt voor uw informatie. Het is niet toegestaan dit document (geheel of deels) te kopiëren, distribueren, door te geven aan een derde of om het voor enig ander doel te gebruiken dan hier boven bedoeld. Dit document is informatief bedoeld en vormt geen aanbieding van effecten aan het publiek, of een uitnodiging om een aanbod te doen.

U mag niet om welke reden dan ook vertrouwen op de informatie, meningen, beramingen, en aannames in dit document noch dat het compleet, accuraat of juist is. Er wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, door of uit naam van ABN AMRO, haar directeuren, functionarissen, vertegenwoordigers, gelieerde partijen, groepsmaatschappijen of werknemers met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document, en geen enkele aansprakelijkheid wordt geaccepteerd voor enig verlies als direct of indirect gevolg van het gebruik van deze informatie. De opvattingen en meningen opgenomen hierin kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO heeft geen enkele verplichting om de informatie in dit document na de datum hiervan te herzien.

Voordat u in enig product van ABN AMRO investeert, dient u zich te informeren over de verschillende financiële en andere risico's, alsmede mogelijke beperkingen voor u en uw investeringen als gevolg van toepasselijke wetgeving en regels. Indien u, na lezing van dit document, overweegt een investering te doen in een product, raadt ABN AMRO aan om een dergelijke investering met uw relatiebeheerder of persoonlijke adviseur te bespreken om nader te bezien of het relevante product – met inachtneming van alle mogelijke risico's – past bij uw investeringen. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garanties voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor wijzigingen in dit materiaal aan te brengen.

Alle rechten voorbehouden

## Rentevoorspellingen

17-4-2014	Officiële beleidsrente (% eindejaar)				3m interbank rente (% eindejaar)			
	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E
VS	0,25	0,25	0,25	1,50	0,3	0,3	0,3	1,7
Japan	0,10	0,10	0,10	0,10	0,2	0,1	0,2	0,2
Eurozone	0,75	0,25	0,25	0,25	0,2	0,3	0,3	0,4
VK	0,50	0,50	0,50	2,00	0,5	0,6	0,6	2,2
Zweden	1,00	0,75	0,75	1,50	1,3	0,8	1,0	1,8
Denemarken	0,20	0,20	0,20	1,20	0,2	0,2	0,5	0,5
Zwitserland	0,00	0,00	0,00	0,00	0,1	0,0	0,1	0,1
Noorwegen	1,50	1,50	1,75	2,50	1,8	1,5	2,0	2,8
Canada	1,00	1,00	1,00	1,50	1,0	1,1	1,2	1,7
Australië	3,00	2,50	2,50	3,00	3,2	2,4	2,7	3,2
Nieuw Zeeland	2,50	2,50	3,75	4,75	2,7	2,7	4,0	4,9

	10jr staatspapier (% eindejaar)				Spread versus 10j Duits staatspapier (%pt)				
	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E	
VS	1,6	3,0	3,5	4,1	0,7	0,5	0,4	0,3	Frankrijk
Japan	0,8	0,6	0,9	1,1	3,2	2,3	1,8	1,5	Italië
Eurozone (Dtlid)	1,3	1,9	2,2	2,7	4,0	2,2	1,6	1,2	Spanje
VK	1,8	3,0	3,4	4,0	0,2	0,3	0,2	0,2	Nederland
Zweden	1,5	2,5	2,5	3,0	0,7	0,6	0,5	0,4	België
Denemarken	1,4	2,1	2,9	2,9	0,4	0,3	0,3	0,2	Oostenrijk
Zwitserland	0,5	1,0	1,2	1,4	0,2	0,2	0,2	0,2	Finland
Noorwegen	2,1	3,0	3,3	4,0	10,6	6,5	5,5	5,0	Griekenland
Canada	1,8	2,5	3,0	3,5	5,7	4,1	3,0	2,5	Portugal
Australië	3,3	4,2	4,5	5,0	3,3	1,7	1,5	1,0	Ierland
Nieuw Zeeland	3,5	4,7	5,8	7,0					

	Wisselkoers (versus USD, eindejaar)*				Wisselkoers (versus EUR, eindejaar)*				
	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E	
USD					1,32	1,38	1,30	1,20	EUR/USD
USD/JPY	78	98	110	120	107	139	143	144	EUR/JPY
USD/EUR	0,76	0,73	0,77	0,83					
GBP/USD	1,63	1,66	1,63	1,60	0,81	0,83	0,80	0,75	EUR/GBP
USD/SEK	6,50	6,3	6,3	6,7	8,58	8,8	8,3	8,0	EUR/SEK
USD/DKK	5,66	5,4	5,9	5,9	7,46	7,3	7,1	6,8	EUR/DKK
USD/CHF	0,91	0,9	1,0	1,1	1,21	1,3	1,3	1,3	EUR/CHF
USD/NOK	5,77	5,9	6,0	6,3	7,34	8,1	7,8	7,5	EUR/NOK
USD/CAD	0,99	1,1	1,2	1,2	1,31	1,5	1,5	1,4	EUR/CAD
AUD/USD	1,04	0,9	0,9	0,8	1,27	1,5	1,5	1,6	EUR/AUD
NZD/USD	0,82	0,8	0,8	0,8	1,61	1,7	1,6	1,5	EUR/NZD
Opkomende markten									
USD/CNY	6,29	6,1	6,1	6,2	8,29	7,3	6,7	7,1	EUR/CNY
USD/INR	53,07	54	65	68	69,96	73	78	78	EUR/INR
USD/TRY	1,78	2,1	2,2	2,2	2,35	2,9	2,9	2,6	EUR/TRY
USD/RUB	30,37	32	36	36	40,04	44	47	43	EUR/RUB
USD/BRL	2,04	2,3	2,5	2,5	2,69	3,2	3,3	3,0	EUR/BRL

\* cijfers voor 2014 en 2015 zijn afgerond

Bron Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau



## Verklaring gebruikte termen en afkortingen/ land- en muntcodes

BBP	bruto binnenlands product	LTRO	driejarige lening van de ECB aan het bankwezen
BoE	Bank of England (centrale bank)	mld	miljard
BoJ	Bank of Japan (centrale bank)	m-o-m	maand op maand – vergeleken met voorgaande maand
BRIC	Brazilië, Rusland, India en China	MBS	hypotheekgerelateerde producten (Mortgage Backed Securities)
CPI	consumentenprijsindex	OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
DBI	Directe buitenlandse investeringen	OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
EC	Europese Commissie	OMT-programma	opkoopprogramma van staatsobligaties door de ECB
EFSF	European Financial Stability Facility	OPEC	Organisatie van Olieproducerende en Exporterende Landen
EONIA	Euro OverNight Index Average – eendaagse rente in de eurozone	PBoC	People's Bank of China (centrale bank)
EU	Europese Unie	pep	per eenheid product
Euribor	Euro InterBank Offered Rate – interbancaire rente	Perifere landen (periferie)	Griekenland, Portugal, Spanje, Italië (en soms ook Ierland)
ECB	Europese Centrale Bank	PMI	Purchasing Managers' Index – inkoopmanagersindex
Fed	Federal Reserve (centrale bank VS)	PPI	producentenprijsindex
<i>Fiscal cliff</i> (VS)	Automatisch ingaande belastingverhogingen en uitgavenreducties, die oorspronkelijk per 1 januari 2013 gepland stonden	r.a.	rechteras
FOMC	Beleidscomité van de Federal Reserve (Federal Open Market Committee)	Refi-rente	herfinancieringsrente – belangrijkste beleidsrente van de ECB
<i>Funding for lending</i> (VK)	programma waaronder banken goedkope financiering krijgen van de centrale bank mits ze die doorgeven in de vorm van leningen aan de private sector	Repo	Transactie waarbij een bank vermogenstitels koopt met de verplichting deze terug te verkopen aan de verkoper tegen een vooraf vastgestelde prijs
HICP	harmonised index of consumer prices – geharmoniseerde consumentenprijsindex	Reverse repo	zie repo, maar dan gezien vanuit het perspectief van de verkoper
ifo	Institut für Wirtschaftsforschung	saar	seasonal adjusted annual rate = geannualiseerd en gecorrigeerd voor seizoensinvloeden
IMF	Internationaal Monetair Fonds	Treasuries	Amerikaanse staatsobligaties
j-o-j	jaar op jaar - vergeleken met overeenkomstige periode een jaar eerder	Vix-index	index die de volatiliteit op financiële markten meet
Kerninflatie	inflatie exclusief voedsel- en energieproducten	WPI	Wholesale Price Index (groothandelsprijsindex)
k-o-k	kwartaal op kwartaal – vergeleken met voorgaande kwartaal	ytd	year to date – ontwikkeling van begin van het jaar tot heden
k-o-k, op jaarbasis	geannualiseerd		
l.a.	linkeras		

Land	Landcode	Muntcode			
			Malta	MT	EUR
Japan	JP	JPY	Nederland	NL	EUR
			Oostenrijk	AT	EUR
China	CN	CNY	Portugal	PT	EUR
Hongkong	HK	HKD	Slovenië	SI	EUR
India	IN	INR	Slowakije	SK	EUR
Indonesië	ID	IDR	Spanje	ES	EUR
Zuid-Korea	KR	KRW			
Malaisië	MY	MYR	Denemarken	DK	DKK
Pakistan	PK	PKR	IJsland	IS	ISK
Philippijnen	PH	PHP	Noorwegen	NO	NOK
Singapore	SG	SGD	Verenigd Koninkrijk	GB	GBP
Taiwan, Province of China	TW	TWD	Zweden	SE	SEK
Thailand	TH	THB	Zwitserland	CH	CHF
Australië	AU	AUD	Zuid-Afrika	ZA	ZAR
Nieuw-Zeeland	NZ	NZD			
			Canada	CA	CAD
Bulgarije	BG	BGN	Verenigde Staten	US	USD
Hongarije	HU	HUF			
Kroatië	HR	HRK	Argentinië	AR	ARS
Kazachstan	KZ	KZT	Brazilië	BR	BRL
Letland	LV	LVL	Colombia	CO	COP
Litouwen	LT	LTL	Chili	CL	CLP
Moldavië	MD	MDL	Ecuador	EC	USD
Oekraïne	UA	UAH	Mexico	MX	MXN
Oezbekistan	UZ	UZS	Paraguay	PY	PYG
Polen	PL	PLN	Peru	PE	PEN
Roemenië	RO	RON	Uruguay	UY	UYU
Rusland	RU	RUB	Venezuela	VE	VEF
Servië	RS	RSD			
Tsjechië	CZ	CZK			
Turkije	TR	TRY			
<b>Eurozone</b>	<b>EZ</b>				
België	BE	EUR			
Cyprus	CY	EUR			
Duitsland	DE	EUR			
Estland	EE	EUR			
Finland	FI	EUR			
Frankrijk	FR	EUR			
Griekenland	GR	EUR			
Ierland	IE	EUR			
Italië	IT	EUR			
Luxemburg	LU	EUR			