

Is de inflatie terug van weggeweest?

- **Mondiaal thema:** De wereldwijde opmars van de inflatie is vrijwel geheel door hogere voedsel- en energieprijzen aangewakkerd. Onderliggend is de inflatiedruk in de VS en de eurozone nog steeds gematigd. Wel zien we in de opkomende economieën tekenen van een opleving. Later dit jaar zal de inflatie naar verwachting wereldwijd weer wat inzakken, als de stijging van de grondstoffenprijzen overeenkomstig onze verwachtingen gaat afvlakken. Gezien de grote onbenutte capaciteit op de Amerikaanse arbeidsmarkt verwachten wij dat de onderliggende inflatiedruk daar slechts geleidelijk gaat oplopen. Dat zal ook het geval zijn in de eurozone, al bestaan daar duidelijke verschillen tussen landen. In de kernlanden is een sneller dan gemiddelde opleving voorzien. Ondertussen verwachten wij dat in de grote opkomende markten een zwakkere groei zal helpen om de onderliggende inflatiedruk binnen de perken te houden. Aan de wereldwijde inflatievooruitzichten zijn met name opwaartse risico's verbonden, omdat de kans bestaat dat de grondstoffenprijzen verder oplopen. Aangezien er van tweede-ronde-effecten geen sprake is, kunnen monetaire beleidsmakers door de stijging van de voedsel- en energieprijzen 'heen kijken'. Het monetaire beleid is echter uitermate ruim en zal tegen de achtergrond van een bestendige economische opleving sowieso genormaliseerd dienen te worden.
- **Wereldeconomie:** De groei van het wereldwijde BBP is volgens onze voorlopige schattingen in het vierde kwartaal aangetrokken tot rond 4% (k-o-k, geannualiseerd), tegen 3,5% in het derde kwartaal, en stijgt daarmee boven het historische gemiddelde uit. De wereldwijde PMI-enquête (alle sectoren inbegrepen) heeft rond de jaarwisseling aan kracht gewonnen en duidt nu op een verdere versnelling van de groei. Wij verwachten gedurende het jaar echter een matiging van de groei. Als gevolg van monetaire verkrapping vindt in de grote opkomende markten afkoeling plaats. Hiervan zien we al wat aarzelende tekenen in China, waar de PMI de afgelopen maanden is teruggezakt. Een groeiversnelling in de VS zal echter deels tegenwicht bieden. Recente cijfers duiden hier op een versnelde groei die naar onze overtuiging wordt voortgezet onder invloed van een aantrekkelijk herstel van de arbeidsmarkt en van stimuleringsmaatregelen op begrotings- en monetair gebied. Aan deze kant van de Atlantische Oceaan ligt de eurozone nog steeds op koers voor een gematigd herstel. Enquêtes onder ondernemers wijzen op een goede jaarstart. Wij vrezen echter dat het momentum tegenwind gaat ondervinden van begrotingsombuigingen. In Japan en het VK zagen we de productie in het vierde kwartaal ondertussen krimpen. In beide gevallen was dat echter het gevolg van speciale factoren; we rekenen op een opleving.

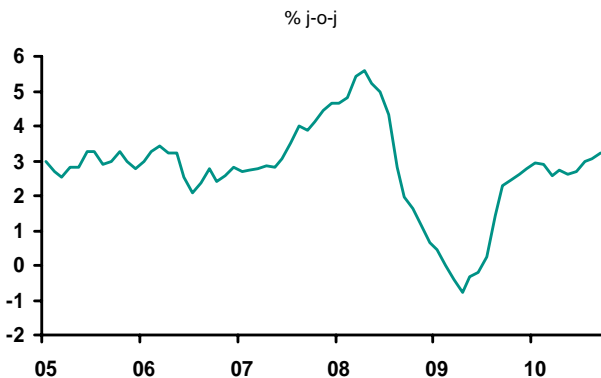
Inhoudsopgave	
Is de inflatie terug van weggeweest?	3
VS: Hogere groei, nog lage inflatie	9
Eurozone: Traag maar zeker	10
China: Strijd tegen inflatie	11
Japan: Waterig zonnetje	12
VK: Herstel zet door na winterdip	13
Brazilië: Tekort lopende rekening neemt toe	14
India: Sterke groei	15
Rusland: RCB terughoudend met verhoging beleidsrente	16
Tabellen	17

Nick Kounis, tel. 020 343 5616
Peter de Bruin, tel. 020 343 5619

Is de inflatie terug van weggeweest?

De wereldwijde opmars van de inflatie is vrijwel geheel door hogere voedsel- en energieprijzen aangewakkerd. Onderliggend is de inflatiedruk in de VS en de eurozone nog steeds gematigd. Echter we zien in de opkomende economieën al wel wat tekenen van een opleving. Later dit jaar zal de inflatie naar verwachting wereldwijd weer wat inzakken, als de stijging van de grondstoffenprijzen gaat afvlakken. Gezien de onbenutte capaciteit op de Amerikaanse arbeidsmarkt verwachten wij dat de onderliggende inflatiedruk daar slechts geleidelijk gaat oplopen. Dat zal ook het geval zijn in de eurozone, al bestaan daar duidelijke verschillen tussen landen. In de kernlanden wordt een veel snellere opleving voorzien. Ondertussen verwachten wij in de grote opkomende markten dat een zwakkere groei zal helpen om de onderliggende inflatiedruk binnen de perken te houden. Aan de wereldwijde inflatievooruitzichten zijn opwaartse risico's verbonden omdat de kans bestaat dat de grondstoffenprijzen verder oplopen. Aangezien er van tweede-ronde-effecten echter geen sprake is, kunnen monetaire beleidsmakers door de stijging van de voedsel- en energieprijzen 'heen kijken'. Het monetaire beleid is echter uitermate ruim en zal gezien de economische opleving sowieso genormaliseerd dienen te worden.

Figuur 1: Wereldwijde inflatie



Bron: Reuters EcoWin, ABN AMRO Economisch Bureau

Inleiding

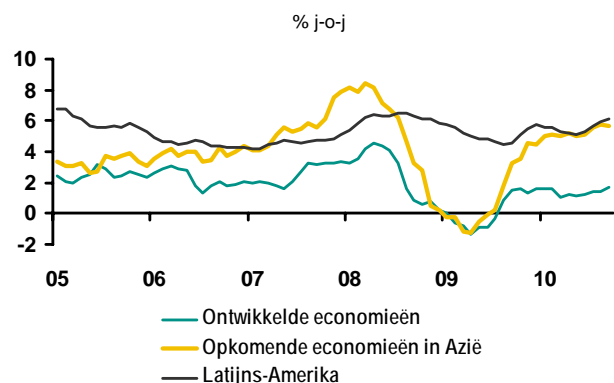
Slechts een paar maanden terug maakten beleggers zich nog zorgen over deflatie in de VS. En een jaar of zo geleden bestond er nog vrees voor een breder gedragen daling van de prijzen. Inmiddels is inflatie voor de financiële markten een groter punt van zorg dan deflatie. De consumentenprijzen lopen in een groot deel van de wereldeconomie versneld op. De voedselprijzen hebben recordniveaus bereikt en de olieprijs zijn eveneens opgelopen. Ondertussen staat de rente in de meeste ontwikkelde economieën feitelijk op nul, terwijl de opkomende economieën nog steeds een verruimend

beleid voeren. In dit artikel onderzoeken we of we een aanhoudende stijging van de wereldwijde inflatie zullen gaan zien die tot eerder dan verwachte en agressievere rentestijgingen kan leiden.

Waarom wordt inflatie aangewakkerd?

Inflatie is uiteindelijk een monetair fenomeen. Maar gezien de langetermijnrelatie tussen prijzen en de geldhoeveelheid en het feit dat geldhoeveelheidsgegevens moeilijk te interpreteren zijn, hechten we gewoonlijk meer belang aan andere maatstaven voor de inflatiedruk. Op de korte tot middellange termijn kijken we naar drie belangrijke factoren. Allereerst naar een maatstaf voor de binnenlandse inflatiedruk zoals de *output gap* (de onderbenutting van de productiecapaciteit) of de werkloosheidskloof (het verschil tussen de feitelijke en de evenwichtswerkloosheid). Deze maatstaven meten de onbenutte capaciteit in de economie. Wanneer de werkloosheid laag is en er sprake is van een krappe arbeidsmarkt, dan verkeren werknemers meestal in een betere onderhandelingspositie die hen in staat stelt om een hoger loon te bedingen. Wanneer bedrijven op volle capaciteit draaien, dan is het waarschijnlijker dat zij kostenverhogingen doorberekenen aan hun klanten. Een tweede factor is de geïmporteerde inflatie, die gedreven wordt door wereldwijde prijzen, met name grondstoffenprijzen, en door wisselkoersen. De inflatieverwachtingen vormen de laatste factor. Wanneer medewerkers en bedrijven een hogere inflatie verwachten, dan kan dat een zichzelf waarmakende voorspelling worden wanneer deze medewerkers en bedrijven ter compensatie de lonen en de prijzen blijven opdrijven.

Figuur 2: Totale inflatie in verschillende regio's



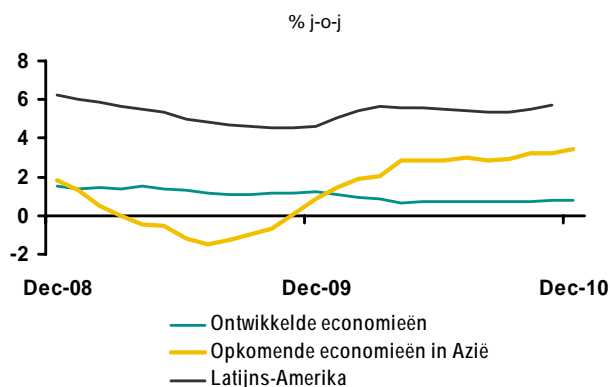
Bron: Reuters EcoWin, ABN AMRO Economisch Bureau

De binnenlandse inflatie heeft gewoonlijk een permanent karakter ...

De binnenlandse inflatie wordt gewoonlijk als een groter gevaar gezien dan de geïmporteerde inflatie, omdat die laatste een meer voorbijgaand karakter heeft. Zo zal een eenmalige sprong

van de olieprijs een jaar later weer uit de inflatiecijfers wegvallen. De olieprijs zou het jaar daarop weer een soortgelijke stijging moeten laten zien om dezelfde invloed op de inflatie te behouden. En de olieprijs zou nog sneller moeten stijgen om de inflatie het volgende jaar verder op te drijven. Grondstoffenrijzen moeten dus voor een voortdurende versnelling van de inflatie een exponentiële opwaartse trend laten zien. Zelfs in dat geval zou er uiteindelijk sprake zijn van een relatieve prijsverandering, waarbij een afnemende inflatie voor andere goederen en diensten – waarvoor de vraag afzwakt – de stijging van de grondstoffenrijzen deels compenseert.

Figuur 3: Kerninflatie in verschillende regio's



Bron: Reuters EcoWin, ABN AMRO Economisch Bureau

... als er nog geen sprake is van tweede-ronde-effecten

In onze visie op de gevolgen van grondstoffenprijsstijgingen op de totale inflatie veronderstellen we dat er geen tweede-ronde-effecten zijn die ervoor zorgen dat de stijging van de olie- of andere grondstoffenrijzen doorwerkt in andere prijzen. Dat zou kunnen gebeuren wanneer bedrijven en gezinshuishoudingen hun inflatieverwachtingen gaan opschroeven. In het ergste geval kan dat leiden tot een loon-prijs-spiraal. Verder leiden stijgende grondstoffenrijzen ook tot hogere inputprijzen voor bedrijven en die kunnen uiteindelijk via de productieketen aan de consument worden doorgegeven. In welke mate er sprake is van tweede-ronde-effecten hangt af van meerdere factoren: hoe ver en hoe lang lopen grondstoffenrijzen op, hoeveel onbenutte capaciteit is er in de economie en hoe geloofwaardig is de centrale bank als inflatiestrijder.

Gestaag stijgend

Onze maatstaf voor de wereldwijde inflatie is de afgelopen maanden aanzienlijk opgelopen. De totale inflatie bereikte in juli 2009 een bodem op -0,8%, maar is sindsdien voortdurend gestegen, tot 3,2% december vorig jaar. Deze opmars is echter voornamelijk het gevolg van hogere voedsel- en energieprijzen. De stijging van de kerninflatie is wereldwijd veel gematigder geweest. Volgens onze schattingen is die opgelopen van 0,7% in juli 2009 tot slechts 2,0% in december 2010. Kijkend naar de verschillende regio's dan zien we een soortgelijk beeld, hoewel

er duidelijk meer tekenen zijn dat de onderliggende inflatedruk eerder in de opkomende markten oploopt dan in de ontwikkelde markten. De stijging van de inflatie in opkomend Azië is voornamelijk aan hogere voedsel- en energieprijzen te wijten. We zien hier echter ook een iets sterkere opwaartse trend in de kerninflatie, een teken dat de vrije capaciteit langzaam afneemt en de lonen stijgen. Ondertussen loopt de kerninflatie in Latijns-Amerika slechts zeer bescheiden op, zij het dat deze ten opzichte van opkomend Azië al op relatief hoge niveaus was gestart. Daarentegen vertoont de kerninflatie in de ontwikkelde landen een zijwaartse trend, geholpen door dalende prijzen in Japan en de afwezigheid van algehele prijsverhogingen in de VS en de eurozone. In de opkomende markten heeft de totale inflatie een duidelijkere opmars laten zien als gevolg van het grotere gewicht van voeding in de consumentenbestedingen aldaar.

Tabel: Uitsplitsing inflatie (december 2010)

	% j-o-j, bijdrage			Totaal
	Kerninflatie	Voedsel	Energie	
VS	0,6	0,2	0,7	1,5
Eurozone	0,8	0,4	1,1	2,2
China	1,1	3,2	0,4	4,6
Japan	-0,5	0,2	0,2	0
VK	2,2	0,9	0,5	3,7
Brazilië	4,5	0,9	0,5	5,9
India	4,8	2,0	1,7	8,4
Rusland	4,8	4,1	-0,1	8,8
Opkomend Azië	2,1	3,0	0,6	5,7
Latijns-Amerika	4,6	0,9	0,6	6,1
Ontw. wereld	0,6	0,3	0,7	1,7
Wereld	1,4	1,1	0,7	3,2

Bron: ABN AMRO Economisch Bureau (de cijfers tellen niet op als gevolg van afronding)

Terugval

Ons basisscenario gaat uit van een afvlakking van de olie- en voedselprijzen (zie kader). Dat zullen we later dit jaar terugzien in de totale inflatie. Die zal in de loop van 2012 blijven terugvallen na nog wat verdere versnelling op korte termijn. Dat houdt in dat de totale inflatie op basis van onze visie op de olie- en voedselprijzen volgend jaar terugvalt in de richting van de kerninflatie. Als we het bij het verkeerde eind hebben en de olieprijs de komende maanden blijven stijgen, dan zal de huidige piek in de totale inflatie langer aanhouden. Op basis van de meeste (redelijke) scenario's zal de inflatie de komende twee jaar terugvallen, maar dit proces zal over het algemeen langzamer verlopen. We lichten deze inflatiesituatie toe voor de eurozone. Figuur 4 toont ons basisscenario voor de inflatie, samen met een alternatief scenario waarin we veronderstellen dat de olieprijs oploopt tot USD 120 tegen het einde van dit jaar en USD 150 volgend jaar. Dat is duidelijk hoger dan de meest optimistische prognose in de peilingen. In het basisscenario blijft de inflatie gedurende het grootste deel van dit jaar duidelijk boven de 2%, voordat deze in 2012 tot onder dat niveau terugvalt. Op basis van de projectie met hoge olieprijsen

daalt de inflatie volgend jaar geleidelijk, maar zakt deze pas aan het einde van het jaar helemaal terug tot 2%.

Kader: Grondstoffenprijzen

Olieprijzen (Tim Boon von Ochssée, Tel. 020 343 4679)

De prijs van Brent-olie hing het grootste deel van januari 2011 tegen de USD 100 per vat aan, na te zijn opgelopen van een maandgemiddelde van USD 85 per vat in november tot USD 91 per vat in december. De politieke crisis in Egypte voedde de vrees voor een mogelijke verstoring van het olieaanbod en stuwde de prijs tot boven de USD 100. Het Egyptische Suezkanaal verzorgt 5% van alle oliedoorvoer over zee. Het is een typisch 'knelpunt' voor oliestromen. De vrees dat het kanaal op de een of andere manier geblokkeerd zou worden (waardoor de oliestromen verstoord zouden raken), bleek uiteindelijk overtrokken, vooralsnog tenminste. De onzekerheid in Egypte had desalniettemin invloed op de prijs van Brent-olie. Die liep gedurende de crisis in de spothandel zo'n USD 3 per vat op.

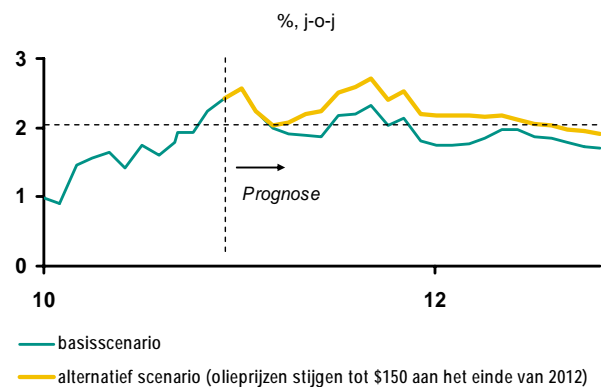
De fundamentele vraag- en aanbodkarakteristieken lijken voor 2011 solide. Er is meer dan genoeg onbenutte capaciteit in het systeem om dit jaar een stijgende vraag op te vangen. De wereldwijde vraag naar olie valt naar verwachting zelfs iets terug van 89,29 miljoen vaten per dag in het vierde kwartaal van 2010 tot 88,70 miljoen vaten per dag in het eerste kwartaal van 2011 (de groei van de wereldwijde vraag naar olie zwakt naar verwachting af van 3,3% j-o-j in 2010 tot 1,7% in 2011). De OPEC beschikt over genoeg reserveproductiecapaciteit (gelijk aan een geschatte 6 miljoen vaten per dag) om een eventueel sterkere groei van de vraag dit jaar te kunnen opvangen. Tegelijkertijd bieden de voorraden ruwe olie dit jaar van maand tot maand voldoende dekking om de stijgende vraag naar olieproducten op te vangen, ook al lag het beroep op voorraden in 2010 hoger dan seizoensmatig aan het einde van het jaar gebruikelijk is. Alhoewel de prijs van Brent-olie boven de USD 100 per vat ligt, wijzen de fundamenten in het algemeen op behoudende vooruitzichten voor de olieprijs. Al met al zien wij de olieprijs vanaf het huidige niveau dalen tot rond USD 90 halverwege het jaar en daarna weer oplopen tot USD 95 eind 2011 en tot USD 105 eind 2012.

Voedselprijzen (Thijs Pons, Tel. 020 628 6437)

De voedselprijzinflatie begon vorig jaar zomer weer versneld op te lopen. Volgens de Wereldvoedselorganisatie FAO liggen de voedselprijzen nu zelfs boven hun vorige piek van medio 2008. De afgelopen decennia lag de voedselproductie meestal hoger dan de voedselvraag, maar onlangs zijn vraag en aanbod meer in evenwicht gekomen. Hierin komt een structureel hogere vraag tot uitdrukking die niet alleen het gevolg is van een groeiende en steeds welvarender wereldbevolking, maar ook van de productie van biobrandstoffen die tot minder beschikbare grond voor het verbouwen van gewassen leidt. Daar komt nog bij dat de wereldwijde voedselreserves zijn

afgenomen, waardoor de autoriteiten minder mogelijkheden hebben om prijsschommelingen op te vangen. Tegen deze achtergrond hebben enkele aanbodschokken, die waarschijnlijk gerelateerd zijn aan La Nina, tot onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod geleid. Bijvoorbeeld: cycloon Yasi, een hittegolf in Rusland, en zware regenval in Australië. De voedselprijzen zijn hierdoor sterk gestegen, terwijl het ruime monetaire beleid de (speculatieve) vraag naar voedselproducten waarschijnlijk eveneens opdreef. Alhoewel de voedselprijzen in de nabije toekomst waarschijnlijk hoog zullen blijven, voorziet ons basisscenario dat de prijsdruk vanaf medio 2011 afneemt. Dan zullen nieuwe oogsten het evenwicht tussen vraag en aanbod naar verwachting herstellen.

Figuur 4: Inflatievooruitzichten eurozone op basis van de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP)



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

Tweede-ronde-effecten onwaarschijnlijk

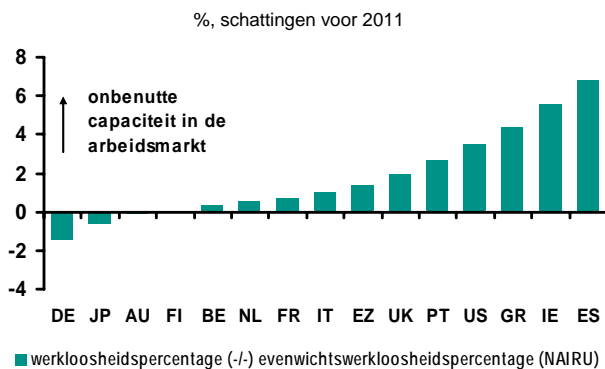
Inflatiepessimisten zullen betogen dat de ontwikkelingen ook in tegengestelde richting kunnen uitwerken. Vooral dat de kerninflatie aanzienlijk kan oplopen, waardoor de invloed van afvallende grondstoffenprijzen deels teniet wordt gedaan. Het hangt ervan af of er tweede-ronde-effecten opduiken, maar we denken dat dit in de meeste gevallen onwaarschijnlijk is. Hoewel er enige directe doorwerking mogelijk is bij prijzen die sterk energiegerelateerd zijn – zoals die van transportdiensten – denken we dat plotselinge stijgingen van de lonen en van prijzen in de brede zin onwaarschijnlijk zijn. Dat geldt met name in de meeste ontwikkelde markten waar nog steeds een aanzienlijke onbenutte capaciteit op de arbeidsmarkt bestaat. Figuur 5 toont schattingen voor de werkloosheidskloof. Die geeft het verschil weer tussen het geschatte werkloosheidsniveau voor dit jaar en de evenwichtswerkloosheid, de werkloosheid waarbij de inflatedruk niet versneld oploopt (beter bekend als de NAIRU). Hoe groter het positieve verschil met de evenwichtswerkloosheid, hoe hoger de onbenutte capaciteit op de arbeidsmarkt en hoe kleiner de kans op aanhoudende druk op de lonen. Een negatief verschil wijst op een krappe arbeidsmarkt waar werknemers erin slagen om hogere lonen te eisen. Zoals figuur 5 laat zien, is er in de VS, het VK en in mindere mate in de eurozone als geheel overall sprake van een relatief grote werkloosheidskloof.

Anderzijds is er in Japan sprake van een negatieve wig. Die situatie duidt op een oplopende druk op de lonen die naar verwachting tot afnemende deflatoire krachten en een uiteindelijke terugkeer naar inflatie zal leiden.

Grote verschillen binnen de eurozone

Er bestaan wat betreft de onbenutte capaciteit op de arbeidsmarkt grote verschillen tussen eurolanden. Duitsland is een belangrijk geïndustrialiseerd land waar feitelijk een aanzienlijke negatieve kloof (werkelijk werkloosheidspercentage minus evenwichtswerkloosheidspercentage) bestaat, terwijl in een aantal andere kernlanden sprake is van een klein (positief) verschil. Aan de andere kant van het spectrum zijn er de perifere landen met een grote werkloosheidskloof. Die situatie duidt op fors lagere loongroei. We zien reeds tekenen van een sterk uiteenlopende loondynamiek. In Duitsland beginnen de vakbonden alweer hogere looneisen te stellen, terwijl de lonen in Griekenland en Ierland scherp dalen. Dit wijst vanzelfsprekend op steeds grotere loon- en dus ook inflatieverschillen binnen het eurogebied. Dit is ook gewenst om de concurrentiekracht in de perifere landen te laten verbeteren en de handelsonevenwichtigheden binnen de eurozone te laten verminderen. Daarbij geldt echter als voorbehoud dat sommige overheden in perifere landen de indirecte belastingen sterk aan het verhogen zijn. Die zullen tijdelijk een compenserend effect op de inflatie hebben. Al met al zijn inflatiemaatstaven op basis van de werkloosheidskloof niet perfect, maar zij schetsen wel het grotere plaatje. Andere indicatoren voor de onbenutte capaciteit in de economie – zoals de *output gap* – laten eenzelfde beeld zien.

Figuur 5: De werkloosheidskloof in de ontwikkelde wereld



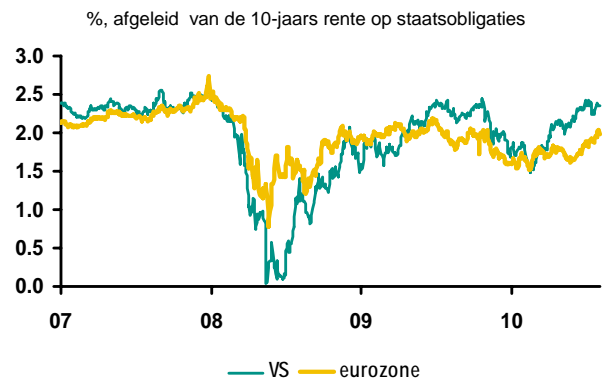
Bronnen: OECD, ABN AMRO Economisch Bureau

Inflatieverwachtingen goed verankerd

Een andere factor die verklaart waarom wij met voorzichtig optimisme verwachten dat tweede-ronde-effecten vermeden kunnen worden, is dat de inflatieverwachtingen goed verankerd lijken. In de eurozone bevinden de inflatieverwachtingen, afgeleid van de rente op tien jaars staatsobligaties en de vijf jaars voorspelling van de inflatie uit de *Survey of Professional Forecasters* van de ECB zich op niveaus die overeenstemmen

met de prijsstabiliteitsdoelstelling van de centrale bank. In de VS bewegen de inflatieverwachtingen, afgeleid van obligaties, zich nog steeds op een lager niveau dan tijdens de vorige opgaande fase, terwijl de inflatieverwachtingen gemeten op basis van de consumentenenquête van de University of Michigan zich op een niveau bevinden dat overeenstemt met het gemiddelde van de afgelopen tien jaar.

Figuur 6: Inflatieverwachtingen



Bron: Reuters EcoWin

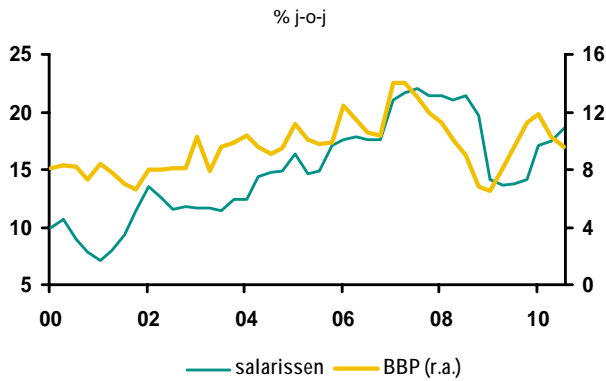
De kans op ontworpen inflatieverwachtingen neemt vanzelfsprekend toe naarmate een grondstoffenprijschok groter is en langer duurt en naarmate de inflatie mede daardoor langer op een hoog niveau ligt. Het VK vormt een goed voorbeeld in dit verband. De inflatie bevindt zich daar al aanzienlijke tijd boven het gewenste niveau als gevolg van een aantal opeenvolgende factoren (de val van het Britse pond, BTW-verhogingen en stijgende grondstoffenprijzen). De inflatieverwachtingen lopen hier nu duidelijk op. Ons basisscenario gaat er echter van uit dat de periode van hoge totale inflatie niet vrij lang zal duren.

Inflatie in opkomende markten binnen de perken gehouden door groeivertraging

In de grote opkomende markten is het nog moeilijker dan in de ontwikkelde markten om een beeld van de onbenutte capaciteit te krijgen. Maar we kunnen redelijkerwijs zeggen dat zij over minder ongebruikte capaciteit beschikken doordat zij meer veerkracht hebben getoond den tijde van de crisis en meer recentelijk een scherper herstel hebben laten zien. Bovendien zien we hier de prijsstijgingen van grondstoffen duidelijker doorwerken in andere prijzen, in sommige gevallen omdat de inflatieverwachtingen minder goed verankerd zijn (al is dit de afgelopen jaren verbeterd). Dat verklaart waarom de onderliggende inflatedruk ook is gaan oplopen, al verloopt dat proces tot dusverre geleidelijk. We zien in de meeste grote opkomende markten ook tekenen van een oplopende druk op de lonen, met uitzondering van China en Rusland waar de loongroei zich nog onder het niveau van voor de crisis bevindt. Wij verwachten bovendien dat het economische groeitempo dit jaar gaat afzakken, we zien zelfs al tekenen in die richting. Zoals de figuren 7 en 8 voor China en Brazilië laten zien, zal

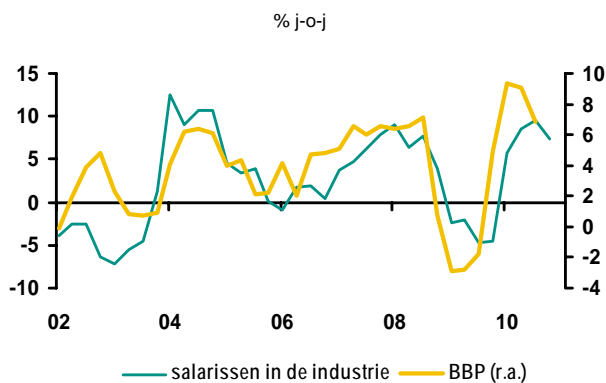
hierdoor het opwaartse momentum in de lonen en de onderliggende inflatiedruk in het algemeen uiteindelijk binnen de perken gehouden worden.

Figuur 7: Lonen en BBP in China



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 8: Lonen en BBP in Brazilië



Bron: Reuters EcoWin

Normalisatie van het monetaire beleid noodzakelijk

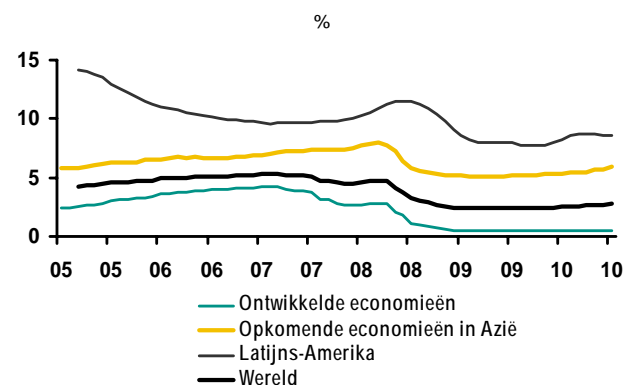
Al met al is de inflatie weer als punt van zorg teruggekeerd. Maar we hebben goede redenen om te denken dat de grondstoffenprijzen gaan afvlakken, wat zal leiden tot een afzwakking van de totale inflatie later dit jaar en in 2012. Als het herstel in de ontwikkelde wereld aan kracht wint, zal de onderliggende inflatiedruk toenemen. Maar in de meeste gevallen zal dit, als gevolg van een hoge onbenutte capaciteit, een langzaam proces zijn, met Duitsland als opvallende uitzondering. We geven toe dat deze visie met opwaartse risico's omgeven is. Als de grondstoffenprijzen blijven oplopen, dan kan de inflatie langer op een hoog niveau blijven hangen. In een dergelijk scenario nemen de kansen op tweede-ronde-effecten toe. Maar zelfs dan zou de hoge onbenutte capaciteit op de arbeidsmarkt in belangrijke mate tegenwicht bieden.

Omdat er geen sprake is van tweede-ronde-effecten, kunnen monetaire beleidsmakers door de stijging van de voedsel- en energieprijzen 'heen kijken'. Het monetaire beleid is echter uitermate ruim en zal gezien de economische opleving sowieso genormaliseerd dienen te worden. Rentes zijn laag zowel

vanuit een nominaal als een reëel oogpunt. De rente zal dus zeker verhoogd worden. Dat is in veel opkomende markten reeds het geval. Omdat er geen sprake is van tweede-ronde-effecten en er in het algemeen ook geen sterke onderliggende inflatiedruk is, hoeven de centrale bankiers echter niet al te hard op de rem te trappen, wat een bedreiging zou vormen voor het herstel. In plaats daarvan kan het beleid genormaliseerd worden in lijn met een normalisatie van de economische condities.

De centrale banken van de opkomende markten zijn natuurlijk al bezig om hun ruime beleid terug te draaien. De afgelopen weken hebben de centrale banken van China, Brazilië en India alle drie de rente verhoogd. Tevens hebben zij ook maatregelen genomen om de monetaire condities te verkrappen. Zo heeft de Chinese centrale bank de reservevereisten voor banken verhoogd. Aangezien de inflatie de komende paar maanden waarschijnlijk blijft oplopen en er tekenen zijn dat de inflatiedruk een bredere basis krijgt, zullen de centrale banken van de opkomende markten de rente waarschijnlijk verder verhogen. Ervan uitgaande dat de onderliggende inflatiedruk en de stijging van de grondstoffenprijzen geleidelijk gaan terugvallen, verwachten wij echter niet dat de rente al te agressief verhoogd wordt. Derhalve zullen de economieën van de opkomende landen dit jaar waarschijnlijk een zachte landing maken.

Figuur 9: Monetaire beleidsrentes in verschillende regio's



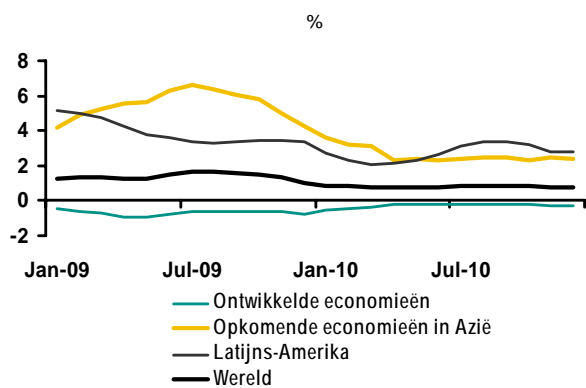
Bron: Reuters EcoWin

De centrale banken van de voornaamste ontwikkelde markten moeten nog met renteverhogingen gaan beginnen. In Europa zullen de centrale banken dat als eerste doen. De BoE verhoogt naar verwachting in juni de rente, omdat hier al wel tweede-ronde-effecten opduiken. De ECB zal dit jaar waarschijnlijk eveneens naar het rentewapen grijpen. Zij concentreert zich op de totale inflatie en vindt het concept van kerninflatie maar niets. Bestuurslid Jürgen Stark gaf onlangs aan dat de kerninflatie alleen nuttig is voor centrale bankiers die "geen auto rijden en niet eten". ECB-president Jean-Claude Trichet slaat inderdaad al sinds de jaarwisseling een waakzame toon aan. Hij temperde tijdens de ECB-bijeenkomst

van februari echter de verwachting dat er spoedig een renteverhoging komt. Wij denken niet dat de rente eerder dan in de tweede helft van het jaar wordt verhoogd. De inflatie zal volgend jaar naar verwachting terugvallen en de prijsstabiliteit zal in de jaren daarna slechts geleidelijk worden bedreigd. Desalniettemin bestaat er, zolang de grondstoffenprijzen oplopen, nog steeds kans op een vroegtijdige renteverhoging.

De Fed komt waarschijnlijk als laatste grote centrale bank in actie. In tegenstelling tot de ECB concentreert de Fed zich op twee zaken: op de werkloosheid – die veel hoger is dan het evenwichtsniveau op de lange termijn – en de inflatie. Bovendien richt de Amerikaanse centrale bank zich daarbij veel nauwlettender op de kerninflatie. Daarom zal de Fed, ondanks de recente stijging van de grondstoffenprijzen en in weerwil van positieve indicatoren voor de bedrijvigheid, waarschijnlijk tot 2012 wachten voordat een verkrappend beleid wordt ingezet.

Figuur 10: Reëel monetair beleid in verschillende regio's



Bron: Reuters EcoWin (Beleidsrentes zijn reëel gemaakt m.b.v. de kerninflatie)

Maritza Cabezas, tel. 020 343 5618

VS: Hogere groei, nog lage inflatie

Groei

- Per saldo zijn er nog steeds positieve signalen, die duiden op een aantrekkende Amerikaanse economie. Uit de voorlopige BBP-cijfers over het vierde kwartaal van 2010 blijkt dat de economische groei op jaarbasis is versneld van 2,6% naar 3,2%. Dit is iets lager dan verwacht (3,5%), maar de onderliggende boodschap is een van een sterker hestel.
- De twee moeilijk te voorspellen componenten, de voorraden en de handel, maakten hun reputatie waar. De groeibijdrage van de voorraden was verrassend negatief (-3,7 %-punt), terwijl het uitvoersaldo voor het eerst in het jaar een positieve bijdrage leverde (3,4 %-punt).
- Sterke punten waren de groei van de particuliere consumptie (4,4%, het hoogste niveau sinds 2006) en het herstel van de bestedingen aan duurzame goederen (21,6%). De bedrijfsinvesteringen gaven een groeivertraging te zien, maar stegen op jaarbasis nog altijd met 4,4%. De zwakkere componenten waren de woninginvesteringen, die slechts matig aantrokken (3,4%) na de daling in het voorgaande kwartaal met 27,3% en de overheidsbestedingen (-0,6%).
- Voor het eerste kwartaal verwachten we een herstel van de voorraadvolumes, waardoor meer vraag ontstaat naar importgoederen en het tekort op de handelsbalans verder toeneemt. De consumptie en investeringen blijven naar verwachting sterk als gevolg van een aantrekkende arbeidsmarkt en hoge winsten. Al met al zien we opwaartse risico's voor de BBP-groei en verwachten we dat het BBP dit kwartaal met 3,9% groeit.

Werkgelegenheid

- De banengroei in januari was met 36.000 verrassend laag als gevolg van het barre winterweer. De werkloosheid daalde echter tegelijkertijd tot 9%, tegen 9,4% in december. De enquête onder huishoudens (+ 589.000) en het ADP-rapport tezamen met andere rapporten waarin banencijfers zijn verwerkt (ISM-enquêtes en consumentenvertrouwen) wijzen allemaal eveneens op een aantrekkende arbeidsmarkt. We verwachten binnenkort dan ook positievere banencijfers.

Inflatie

- De hoge energieprijzen blijven een inflatierisico. Niettemin geven de onderliggende inflatiecijfers, zoals de CPI en PCE-kerninflatie, alsmede de loon- en salariscijfers aan dat de inflatie nog steeds laag is als gevolg van overcapaciteit.
- De loongroei is bijvoorbeeld afgezwakt. Het gemiddelde uurloon steeg vorig jaar met slechts 1,8%, net als in 2009. Ook bedrijven konden de lonen laag houden. Hier steeg het uurloon met slechts 1,5%. De productiviteit nam verder toe met 1,7% j-o-j (2,6% in het vierde kwartaal van 2010), terwijl de loonkosten per eenheid product op jaarbasis met 0,2% daalden (-0,6% in laatste kwartaal 2010), waardoor er sprake is van deflatiedruk.
- De opwaartse inflatierisico's worden veroorzaakt door de huurprijzen en dus door de woonkosten, de grootste component van de CPI. De vraag naar huurwoningen neemt sneller toe dan dat het overschot aan te koop staande woningen verhuurd kan worden. Het aantal lege huurwoningen daalt gestaag en bedroeg in het laatste kwartaal van 2010 9,4%, het laagste niveau sinds begin 2003.
- De inflatieverwachting is intussen licht toegenomen. Het écart tussen staatsobligaties en geïndexeerd staatspapier laat zien dat de inflatieverwachting licht toeneemt, maar desondanks nog steeds beperkt is. Al met al verwachten we voor dit jaar een matige stijging van de kerninflatie. Hogere grondstoffen- en huurprijzen zorgen naar verwachting voor inflatiedruk, maar niet zodanig dat de Fed er onrustig van wordt.

Rente

- Beleggers voorzien een betere economische toekomst en hogere inflatie. We denken dan ook dat de rente in 2011 en 2012 zal oplopen naarmate de economie verder aan kracht wint.
- Verwacht wordt dat de Fed het programma voor de opkoop van USD 600 miljard aan *Treasuries* niet verlengt en in maart volgend jaar een begin maakt met de normalisatie van het beleid en de rente dan met 25bp verhoogt. Voor daarna ramen wij een verhoging bij elke vergadering, zodat de *federal funds rate* eind 2012 uitkomt op 2,0%. De 10-jaars rente zal volgens ons eind 2011 liggen op 4,2% en eind 2012 op 5,0%.

Hoofindicatoren economie VS

	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	(% j-o-j tenzij anders vermeld)			
						2010	2011	2012	
BBP (% k-o-k)	0,6	0,8	1,0	0,9	0,8	BBP	2,9	3,3	3,5
Inflatie (% j-o-j)	1,2	1,1	1,5	2,0	2,5	Particuliere consumptie	1,8	3,5	3,4
Werkloosheid (%)	9,6	9,6	9,1	8,9	8,6	Investeringen	4,3	6,9	9,0
						Totale binnenlandse vraag	3,3	3,3	3,8
per ultimo						Uitvoer	11,8	8,0	8,5
Beleidsrente	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	Invoer	12,6	6,8	8,9
3m interbancaire rente	0,29	0,30	0,3	0,3	0,3				
10jr staatsobligaties	2,5	3,3	3,6	3,6	3,8	Inflatie	1,8	2,1	2,0
EUR/USD	1,37	1,34	1,35	1,40	1,40	Werkloosheid (%)	9,6	8,7	7,7
USD/JPY	83	81	88	92	97	Overheidssaldo (% BBP)	-8,9	-11,0	-6,1
GBP/USD	1,58	1,57	1,61	1,69	1,70	Lopende rekening (% BBP)	-3,3	-3,6	-3,8

Bron Thomson Reuters Datastream, Reuters Ecowin, ABN AMRO Economisch Bureau

Eurozone: Traag maar zeker

Groei

- De economie groeide met 0,3 % k-o-k in het vierde kwartaal, hetzelfde percentage als in het derde. Wij verwachten dat de groei dit jaar matig blijft, maar wel licht aantrekt in de tweede helft van dit jaar en in 2012.
- De noodzaak om overheidstekorten te beperken zal de groei de komende jaren belemmeren. Verkrappende maatregelen zullen in 2011 en 2012 ongeveer 1,4% en 0,7% van het BBP bedragen.
- De industriële sector is rond het eind van 2010 wat opgeveerd. We verwachten dat de sector in de loop van dit jaar vaart verliest door restrictief beleid in Europa en de opkomende economieën. Bovendien zal de koers van de euro niet langer de export ondersteunen.
- De consumptieve bestedingen zwakten af in de laatste twee maanden van 2010. Ze zullen dit jaar slechts bescheiden groeien als gevolg van verkrappend budgettaire beleid en een zwakke arbeidsmarkt. Volgend jaar zal de groei toenemen door een langzame daling van de werkloosheid en minder intensieve budgettaire verkrapping.
- De investeringen zullen dit jaar en volgend jaar stevig groeien, gesteund door forse winststijgingen, lage renteniveaus en verbeterde leencondities van banken.

Inflatie

- De inflatie is gestegen van 2,2% in december naar 2,4% in januari. Voedsel- en energieprijzen duwen de inflatie al geruime tijd omhoog, terwijl de kerninflatie dicht bij 1% is blijven liggen. We verwachten een piek in februari en een daling daarna, maar een tweede hobbel in de inflatie in de tweede helft van dit jaar kan niet worden uitgesloten.
- De onderliggende inflatoire druk zal dit jaar en in 2012 gematigd blijven. Als we aannemen dat de stijging van voedsel- en energieprijzen afvlakt zal de inflatie volgend jaar waarschijnlijk op of onder het percentage liggen dat de ECB in overeenstemming acht met prijsstabiliteit (2%), maar er zijn opwaartse risico's verbonden aan deze verwachting.

Rentes

- De ECB werd in januari onverwacht waakzaam ten aanzien van de inflatie en hield hier in februari aan vast. Hoewel de centrale bank ervan uitgaat dat de inflatie op middellange termijn onder de 2% blijft liggen, zijn de vooruitzichten op de korte termijn verslechterd. Bovendien kunnen volgens de ECB de risico's op een hogere inflatie toenemen.
- Op de geldmarkt begonnen marktpartijen renteverhogingen door de ECB in te prijzen, terwijl 3-maands euribor steeg tot boven het niveau van 'refi rate' van de ECB van 1%.
- We verwachten dat de ECB in de komende maanden geleidelijk een verkrapping van het beleid zal gaan overwegen en vervolgens in september een eerste verhoging van 25bp zal doorvoeren. Daarna zal de *refi rate* geleidelijk worden verhoogd tot 2,5% eind 2012.
- De Duitse 10-jaars rente is de afgelopen weken opgelopen onder invloed van sterke data voor de wereldeconomie, terwijl marktpartijen ook anticipeerden op renteverhogingen door de ECB. Bovendien liepen de markten vast vooruit op een omvangrijk plan van de Europese regeringsleiders voor het oplossen van de schuldencrisis in de periferie. Dit plan wordt waarschijnlijk eind maart gepresenteerd.
- We hebben onze korte-termijn voorspelling voor de Duitse 10-jaars rente opwaarts herzien van 3,20% naar 3,30%. De lange rente blijft waarschijnlijk dit jaar en volgend jaar stijgen onder invloed van de normalisering van het monetaire beleid en aantrekkende economische groei.

Wisselkoers

- EUR/USD is de afgelopen weken gestegen. De zorgen rondom de schuldsituatie in de periferie namen af en er werd geanticipeerd op renteverhogingen door de ECB. De euro zal wat verder stijgen als beleidsmakers er in maart in slagen knopen door te hakken in verband met de schuldencrisis.
- Vanaf medio dit jaar zal de euro naar verwachting weer dalen als markten voorsorteren op renteverhogingen door de Fed. We denken dat de Fed agressiever op de rem zal staan dan de ECB en zien EUR/USD dalen naar 120 eind 2012.

Hoofdicatoren economie eurozone

	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	(% j-o-j tenzij anders vermeld)			
						2010	2011	2012	
BBP (% k-o-k)	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	BBP	1,7	1,6	1,9
Inflatie (% j-o-j)	1,7	2,0	2,4	1,9	2,1	Particuliere consumptie	0,7	0,7	1,3
Werkloosheid (%)	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	Investeringen	-1,1	4,4	4,4
						Totale binnenlandse vraag	1,7	1,5	1,5
per ultimo						Uitvoer	9,8	6,2	6,0
Beleidsrente	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	Invoer	10,1	4,2	5,3
3m interbancaire rente	0,9	1,0	1,1	1,1	1,4	Inflatie	1,6	2,1	1,8
10jr staatsobligaties	2,3	3,0	3,3	3,4	3,6	Werkloosheid (%)	10,0	10,0	9,6
EUR/USD	1,37	1,34	1,35	1,40	1,40	Overheidssaldo (% BBP)	-6,3	-4,6	-3,5
						Lopende rekening (% BBP)	-0,3	-0,2	-0,1

Bron Thomson Reuters Datastream, Reuters Ecowin, ABN AMRO Economisch Bureau

Serdar Küçükakın, tel. 020 629 5086

China: Strijd tegen inflatie

Groei

- De economische groei bedroeg in het vierde kwartaal van 2010 9,8% j-o-j, zodat de groei over heel 2010 uitkwam op 10,4%.
- De industriële productie bedroeg in december 13,5% j-o-j (lichte stijging ten opzichte van 13,3% in november, maar conform verwachtingen). De investeringen daalden van 24,9% j-o-j in november tot 24,5% in december, wederom conform de prognoses. Belangrijker is dat deze gegevens over de bedrijvigheid sinds de zomer van 2010 rond 13% (industriële productie) en 24% (investeringen) liggen, lager dus dan de bijna 20% respectievelijk ruim 30% eind 2009.
- De groei van de detailhandelsverkoop steeg licht van 18,7% in november naar 19,1% j-o-j in december. Niettemin is er sprake van neerwaartse risico's. De overheid heeft in Beijing met ingang van dit jaar de rem gezet op de uitgifte van nieuwe kentekens.
- We verwachten dat de economische groei in 2011 afzwakt tot 9,4%, deels als reactie op de aanhoudende monetaire verkrapping, en dat de groei in het eerste kwartaal een omslagpunt bereikt als gevolg van hogere basiseffecten.
- De daling van de PMI-index voor de verwerkende industrie in twee opeenvolgende maanden (december en januari) bevestigt onze visie.

Inflatie

- De inflatie daalde van 5,1% j-o-j in november tot 4,6% j-o-j in december, waardoor de inflatie over heel 2010 uitkwam op 3,3%, een forse versnelling ten opzichte van 0,7% in 2009.
- De aantrekkende inflatie is veroorzaakt door de veelbesproken voedselprijzen, die een stijging te zien gaven van 3,7% j-o-j in januari tot 11,7% j-o-j in november en in december weer daalden tot 9,6%, waardoor de gemiddelde stijging in 2010 uitkwam op 7,2%.
- We verwachten dat de inflatie dit jaar verder stijgt tot gemiddeld 4,5%, wat vooral het gevolg zal zijn van hoge inflatiecijfers in de eerste helft, waarna de inflatie in de tweede helft van het jaar zal afvlakken.

- Ondanks een daling van de producentenprijzen in december op jaarbasis van 8,4% tot 4,1%, verwachten we dat deze prijzen de komende maanden weer zullen aantrekken
- Deze verwachting wordt gestaafd door de recente ontwikkeling van de inputcomponent van de PMI-index voor de verwerkende industrie, die in januari toenam van het toch al hoge niveau van 66,7 naar 69,3.

Rente

- Met het oog op deze ontwikkelingen heeft de People's Bank of China (PBoC) haar monetaire beleid aangescherpt.
- De vereiste reserveratio is sinds vorig jaar zevenmaal verhoogd en ligt voor de grote banken inmiddels op een recordniveau van 19% en voor de kleinere banken op 17%. We verwachten de komende tijd twee of misschien wel drie verdere verhogingen van de verplichte reserveratio, vermoedelijk vooral in de eerste helft van dit jaar.
- Belangrijker is dat de PBoC ook de beleidsrente verhoogt. Sinds oktober is de rente op deposito's opgetrokken van 2,25% tot 3% en de bancaire rente van 5,31% tot 6,06%. We denken dat expliciet rekening moet worden gehouden met verdere verhogingen van in totaal 75 basispunten, met name in de eerste helft van het jaar.
- De PBoC heeft vorig jaar laten zien dat zij een duidelijke voorkeur heeft voor kwantitatieve maatregelen om het monetaire beleid aan te scherpen. Ook voor dit jaar verwachten we zeker dat de centrale bank uitgebreid gebruik van dit instrument zal maken en zich daarbij dan specifiek richt op bepaalde sectoren van de economie, zoals de vastgoedmarkt.

Wisselkoers

- De renminbi is sinds begin dit jaar geleidelijk aan duurder geworden ten opzichte van de USD. We verwachten dat deze trend de rest van het jaar doorzet en dat de koers eind dit jaar op 6,2 ten opzichte van de USD uitkomt. Ten opzichte van vorig jaar zou dat een waardeinstijging zijn van 6%.

Hoofdicatoren economie China

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
BBP (% j-o-j)	10,0	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,1	10,5	9,4	9,2
Inflatie (% j-o-j)	1,1	3,9	1,7	1,8	4,8	6,0	-0,7	3,3	4,5	3,5
Werkloosheid (%)	10,0	10,2	10,4	10,6	11,0	12,0	12,5	12,5	12,5	12,5
Overheidssaldo (% BBP)	-2,2	-1,3	-1,2	-0,8	0,6	-0,4	-2,2	-3,0	-2,5	-2,0
Overheidsschuld (% BBP)	27	25	23	21	17	16	17	18	17	17
Lopende rekening (% BBP)	2,8	3,5	7,0	9,1	10,8	9,9	6,1	5,0	5,0	4,5
USD/CNY (ultimo)	8,28	8,28	8,07	7,81	7,31	6,20	6,83	6,60	6,2	5,7
EUR/CNY (ultimo)	10,45	11,27	9,52	10,28	10,67	8,63	9,80	8,86	8,1	6,8

Bron: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

Overheidssaldo en lopende rekening voor 2011 en 2012 zijn afgeronde getallen

Hein Schotsman, tel. 020 628 3800

Japan: Waterig zonnetje

Groei

- In het laatste kwartaal van 2010 kromp de economie met 0,3% (k-o-k). Dat kwam door een lagere consumptie na stopzetting van enkele subsidies en minder uitvoer.
- De grote vraag is of de inzinking in het laatste kwartaal van vorig jaar een eenmalige gebeurtenis is of dat het doorziekt in 2011. Wij geloven dat de economie zich herstelt.
- De gegevens die de afgelopen weken zijn gepubliceerd, wijzen vrijwel allemaal in de richting van herstel. Een belangrijke indicator is de industriële productie. Deze steeg in december met 3,1% m-o-m. En volgens de officiële raming zet de stijging begin 2011 door.
- Japan profiteert vooral van de sterke economische groei elders in Azië en van de vraag naar 'groene' producten. Dat eerste blijkt ook uit positieve uitvoercijfers over december.
- Over de investeringen zijn we minder zeker. De bestellingen van machines stegen in december, maar zijn erg volatiel. Deze bestellingen geven een indruk van de investeringen enkele maanden later. Andere ontwikkelingen: de winstgevendheid is in 2010 verder verbeterd en bedrijven willen investeren omdat ze de dynamiek in de regio willen kunnen bijbenen. Wij houden het op een plus in 2011.
- De consumptie heeft eind 2010 een tik gehad van de stopzetting van enkele subsidies. Het effect van die tik lijkt inmiddels te zijn uitgewerkt. Het consumentenvertrouwen stijgt weer wat. De consument heeft echter zeker geen gat in zijn hand; een klein plusje daarom dit jaar.
- Voorlopende indicatoren, zoals PMI's, wijzen op herstel. Wij houden vast aan een groei van zo'n 1,5% dit jaar.

Inflatie

- De inflatie (verse waar buiten beschouwing latend) bedroeg in december -0,4% j-o-j. De deflatie zwakt af omdat de groei aantrekt en grondstofprijzen stijgen.
- Toch duurt het nog ettelijke maanden voordat de inflatie structureel terugkeert. Dat heeft vooral te maken met de bescheiden opstelling van werknemers bij loononderhandelingen.

Rente

- In haar laatste officiële verklaring en ook in andere uitingen heeft de centrale bank, de BoJ, getoond optimistischer te zijn geworden over de ontwikkeling van de economie. De BoJ verwacht voor het komende jaar ook iets meer inflatie dan in eerdere ramingen.
- Met in het achterhoofd onze eigen conjunctuur- en inflatieverwachting denken we dat de BoJ voorlopig verkrapt noch verruimt en dat de eerste renteverhogingen pas in 2012 zullen plaatsvinden.
- S&P heeft haar rating voor de Japanse staat verlaagd van AA naar AA-. Wij zijn al jarenlang bezorgd over deze megaschuld. Steeds opnieuw blijkt dat politici niet hun handen willen branden aan dit probleem. De politieke impasse is groot en de kans dat op korte termijn krachtadige besluiten worden genomen, is klein.
- Voorlopig valt nog met de enorme schuld te leven vanwege het eveneens grote, stabiele spaaroverschot. Op termijn krimpt dit spaaroverschot echter door de vergrijzing. Ondertussen blijft de schuld waarschijnlijk toenemen. Als dat gebeurt, zal de rente oplopen waardoor de problemen nog groter zullen worden.
- In 2011 zal dit de rente vermoedelijk niet, of hooguit incidenteel, opdrijven. We denken wel dat de lange rente door het conjuncturele herstel wat zal stijgen. Daarvan was de afgelopen periode overigens slechts in beperkte mate sprake. De rente op tienjarige staatsobligaties steeg de afgelopen weken van 1,2% naar 1,3%.

Wisselkoers

- Sinds half januari waren de fluctuaties van de yen ten opzichte van de dollar bescheiden. Tegenstrijdige berichten (bijvoorbeeld beter economisch nieuws versus onrust in het Midden-Oosten) creëerden een balans.
- Voor onze prognose kijken we vooral naar verwachte rentever verschillen met de VS en naar risicobereidheid. Beide zullen in onze visie toenemen. Dat betekent dat we vasthouden aan een verzwakking van de yen in 2011.

Hoofindicatoren economie Japan

	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	(% j-o-j tenzij anders vermeld)			
						2010	2011	2012	
BBP (% k-o-k)	0,9	-0,2	0,5	0,4	0,3	BBP	4,0	1,5	1,6
Inflatie (% j-o-j)	-0,8	0,1	-0,1	0,1	0,1	Particuliere consumptie	2,2	0,6	0,5
Werkloosheid (%)		5,1	4,8	4,7	4,5	Investeringen	0,6	3,5	5,2
						Totale binnenlandse vraag	2,4	1,5	1,7
per ultimo						Uitvoer	25,8	8,1	5,1
Beleidsrente	0,10	0,05	0,05	0,05	0,05	Invoer	10,7	10,1	6,4
3m interbancaire rente	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	Inflatie	-0,7	-0,1	0,6
10jr staatsobligaties	0,9	1,1	1,2	1,3	1,4	Werkloosheid (%)	5,1	4,6	4,1
EUR/JPY	114	109	119	129	136	Overheidssaldo (% BBP)	-7,7	-7,5	-7,3
USD/JPY	83	81	88	92	97	Lopende rekening (% BBP)	3,5	3,7	3,3

Bron Thomson Reuters Datastream, Reuters Ecowin, ABN AMRO Economisch Bureau

Joost Beaumont, tel. 020 628 3437

VK: Herstel zet door na winterdip

Groei

- Het herstel van de Britse economie lijkt nog altijd duurzaam, ondanks een winterdip in het vierde kwartaal van 2010.
- In dat kwartaal kromp de economie onverwacht met 0,5% op kwartaalbasis (verwachting: +0,5%).
- De krimp kwam vooral op het conto van de dienstensector en de bouw en werd gedeeltelijk gedempt door een stijgende productie in de verwerkende industrie.
- Maar het Statistisch Bureau liet doorschemeren dat het strenge winterweer in december een grote rol heeft gespeeld en dat het BBP ongeveer gelijk was gebleven als de weersomstandigheden normaal waren geweest.
- Met argusogen werd dan ook uitgekeken naar de PMI enquêtes van januari. Deze stelden niet teleur. Die van de verwerkende industrie bereikte een recordhoogte, terwijl die van de dienstensector en de bouw weer terugveerden tot ruim boven de 50, het niveau dat groei van krimp onderscheidt.
- Wij denken ook dat het herstel doorzet. Na een gematigd herstel in het eerste kwartaal, wanneer de BTW-verhoging de consumptiegroei zal remmen, verwachten we dat de economie vanaf het tweede kwartaal geleidelijk aan kracht zal winnen.
- Huishoudens zullen hun bestedingen opvoeren vanwege verbeterende arbeidsmarktomsomstandigheden en positieve vermogens-effecten, terwijl de gestegen winstgevendheid en verbeterende economische vooruitzichten ondernemers zullen aanzetten om meer te investeren.
- Daarnaast zal de exportsector profiteren van de aanhoudende solide groei van de wereldhandel en een effectieve depreciatie van sterling met 25% sinds medio 2007.
- De bezuinigingen door de overheid (2,1% van het BBP in 2011) zullen echter een dempend effect op de groei hebben, evenals een minder positieve bijdrage van de voorraadcyclus.
- We denken dat in 2012 de economie verder aan kracht zal winnen en ruim boven zijn kunnen zal groeien.
- De finale binnenlandse vraag zal de groeimotor blijven. Afnemende werkloosheid, stijgende lonen en positieve vermogens-effecten zullen in toenemende mate de consumptie ondersteunen, terwijl investeringen een impuls zullen krijgen van toenemend optimisme over economische vooruitzichten.

Inflatie

- De inflatie steeg naar 3,7% in december (november: 3,3%). Ondanks dat de stijging vooral kwam door stijgende voedsel- en energieprijzen, steeg de kerninflatie (excl. voedsel, energie, alcohol en tabak) ook, van 2,7% naar 2,9%.
- De inflatie is in heel 2010 boven de 3% gebleven en gegeven de BTW-verhoging in januari en de aanhoudende stijging van grondstoffenprijzen zal de inflatie dit jaar verder stijgen.
- We denken dat in 2012 de inflatie zal dalen als het tijdelijke effect van de BTW-verhoging verdwijnt. Het blijft echter de vraag of de mate van overcapaciteit in de economie voldoende zal zijn om de inflatoire druk te beteugelen, zeker in het licht van een economie die op stoom komt.

Rente

- Toenemende inflatie, tekenen dat de inflatoire druk blijft stijgen, als ook waakzame taal van verschillende leden van het monetair beleidscomité (MPC) van de Britse centrale bank (BoE), hebben speculaties gevoed dat de BoE de rente eerder zal verhogen dan tot nu toe werd aangenomen.
- In februari liet het MPC de rente echter nog ongemoeid. Wij houden vast aan onze visie dat de eerste renteverhoging in juni zal komen, omdat de MPC-leden waarschijnlijk meer bewijs willen zien dat het herstel inderdaad duurzaam is. De kans dat de rente eerder omhoog gaat is echter toegenomen.

Wisselkoers

- Wij verwachten dat het pond ten opzichte van de euro en de dollar op korte termijn rond het huidige niveau blijft. In K2 zal het pond aan kracht winnen als de BoE als eerste grote centrale bank een minder ruim beleid gaat voeren.
- In 2012 stijgt het pond verder in waarde ten opzichte van de euro, aangezien de BoE agressiever dan de ECB het monetaire beleid gaat verkrappen.
- Versus de dollar zal het pond in 2012 overwegend zijwaarts bewegen, omdat de Fed en de BoE de rente in min of meer gelijke stappen zullen verhogen.

Hoofdicatoren economie VK

	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	(% j-o-j tenzij anders vermeld)			
						2010	2011	2012	
BBP (% k-o-k)	0,7	-0,5	0,4	0,6	0,7	BBP	1,4	1,6	2,8
Inflatie (% j-o-j)	3,1	3,4	4,2	3,9	3,9	Particuliere consumptie	1,2	1,4	2,4
Werkloosheid (%)	7,9	7,8	7,7	7,6	7,5	Investeringen	2,7	3,1	6,4
						Totale binnenlandse vraag	2,5	1,5	2,5
per ultimo						Uitvoer	5,6	7,9	7,7
Beleidsrente	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	Invoer	8,7	7,8	6,2
3m interbancaire rente	0,7	0,8	0,8	1,0	1,3				
10jr staatsobligaties	3,0	3,4	3,9	4,1	4,3	Inflatie	3,3	3,9	2,0
EUR/GBP	0,87	0,86	0,84	0,83	0,83	Werkloosheid (%)	7,9	7,6	7,2
						Overheidssaldo (% BBP)	-10,2	-7,9	-5,5
						Lopende rekening (% BBP)	-2,4	-1,3	-0,3

Bron Thomson Reuters Datastream, Reuters Ecowin, ABN AMRO Economisch Bureau

Marijke Zewuster, tel. 020 383 0518

Brazilië: Tekort lopende rekening neemt toe

Groei

- De industriële productie nam in december toe met slechts 2,7% j-o-j en daalde met 0,7% m-o-m, maar over heel 2010 was er nog altijd sprake van een groei van 10,8%.
- Terwijl de groei van de industriële productie tegenviel, nam de PMI voor de verwerkende industrie in januari verder toe tot 53,1 in vergelijking met 52,4 in december.
- Het consumentenvertrouwen bleef in januari stabiel op een hoog niveau en de detailhandelsverkopen daalden slechts marginaal van 12% j-o-j in september tot 10% in november.
- Een sterke toename van de werkgelegenheid, samen met een stijging van de reële lonen en betere toegang tot krediet, blijven belangrijke aanjagers van de particuliere consumptie. Dit past in ons beeld dat de groei weliswaar afzwakt naar een meer bestendig niveau, maar dat het aandeel van de particuliere consumptie in de groei belangrijker wordt. Samen met de vertraging in de industriële productie zorgt dit ook voor een sterke groei van de import.
- Dankzij een eveneens flinke toename van de export en een gunstige ruilvoetontwikkeling, blijft de daling van het overschot op de handelsbalans beperkt, evenals de toename van het tekort op de lopende rekening als percentage van het BBP.
- Het overschot op de handelsbalans daalde van 25,3 mld in 2009 tot 20,3 mld in 2010. Het tekort op de lopende rekening nam daarbij toe van USD 24,3 mld tot USD 47,5 mld. Uitgedrukt als percentage van het BBP komt dit neer op 2,3%, in vergelijking met 1,5% in 2009. In de komende jaren zal het tekort verder oplopen tot 3,5% in 2012.
- De netto-instroom van directe buitenlandse investeringen nam licht toe van USD 36 mld in 2009 tot USD 37 mld in 2010, terwijl de beleggingen door niet-ingezetenen en de overige kapitaalinstroom verdubbelden tot USD 117 mld in 2010.
- Een nog grotere kapitaalinstroom is een opwaarts risico voor ons groeiscenario. Dit vertaalt zich in een sterkere groei van zowel de investeringen als van de particuliere consumptie en in een hoger tekort op de lopende rekening.
- Een sterkere toename van de inflatie en als gevolg daarvan sterkere verkrapping van het monetaire beleid, kan de groei lager doen uitvallen.

Inflatie

- De vertraging in de economische groei heeft zich nog niet vertaald in een afname van de inflatoire druk. Na een tijdelijk dieptepunt van 4,2% in oktober, bedroeg de inflatie 6,0% in januari.
- Voedsel- en drankprijzen laten nog steeds de sterkste toename zien, maar ook de kerninflatie neemt toe.
- De inflatie zal naar verwachting in de eerste helft van het jaar pieken rond de bovengrens van de inflatiedoelstelling (2 procentpunt onder of boven 4,5%).

Rente

- De centrale bank heeft de officiële rente in januari met 50 basispunten verhoogd. Op grond van onze verwachting dat de inflatie in de tweede helft van het jaar weer zal afnemen, denken we dat een verdere rentestijging beperkt blijft tot nog eens 50 basispunten in de eerste helft van dit jaar.
- Mocht de inflatie harder stijgen, dan zijn verdere rentestijgingen onontkoombaar. Een sterkere kapitaalinstroom verlaagt daarentegen de prikkel om de rente te verhogen.
- De reële beleidsrente blijft rond het huidige niveau van 5% uitkomen. Voor een daling onder dit niveau zijn sterkere en meer fundamentele fiscale maatregelen nodig. De recente aankondiging van USD 30 mld aan bezuinigingen zijn wat dat aangaat een stap in de goede richting.

Wisselkoers

- De instroom van kapitaal bedroeg in 2010 bijna drie keer het tekort op de lopende rekening. Dit zorgde voor een sterke toename van de internationale reserves en een sterke opwaartse druk op de munt.
- Dit jaar zal dat niet veel anders zijn en een groot risico is dan ook dat de munt verder versterkt en de concurrentiepositie opnieuw verslechtert.
- Kapitaalcontroles en valuta-interventies om de negatieve gevolgen van de kapitaalinstroom tegen te gaan, blijven voorlopig in stand.

Hoofdicatoren economie Brazilië

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
BBP (% j-o-j)	1,2	5,7	3,2	3,9	6,1	5,2	-0,7	7,7	4,5	5,5
Inflatie (% j-o-j)	14,7	6,6	6,9	4,2	3,6	5,7	4,9	5,0	5,0	5,5
Werkloosheid (%)	12,3	11,5	9,8	10,0	9,3	7,9	8,1	7,1	6,0	6,0
Overheidssaldo (% BBP)	-14,3	-7,1	-7,2	-6,4	-4,0	-1,8	-3,4	-2,5	-2,5	-2,5
Overheidsschuld (% BBP)	72	69	68	56	58	57	62	61	59	59
Lopende rekening (% BBP)	0,8	1,8	1,6	1,3	0,1	-1,7	-1,5	-2,5	-3,5	-3,5
USD/BRL (ultimo)	2,89	2,65	2,34	2,14	1,77	2,34	1,74	1,66	1,7	1,8
EUR/BRL (ultimo)	3,65	3,62	2,76	2,82	2,59	3,25	2,50	2,22	2,2	2,1

Bron: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

Overheidssaldo en lopende rekening voor 2011 en 2012 zijn afgeronde getallen

Serdar Küçükakin, tel. 020 629 5086

India: Sterke groei

Groei

- De economische groei in het derde kwartaal van 2010 bedroeg 8,8% j-o-j, waarmee ook de groei in de eerste drie kwartalen van het jaar samen uitkwam op 8,8%. Gegeven onze raming van 8,8% voor heel 2010, verwachten wij dus voor het laatste kwartaal van 2010 hetzelfde groeicijfer.
- Wij verwachten dat de uitbundige economische groei in 2011 voort zal duren en dat de groei marginaal zal afvlakken naar 8,6%.
- Een ondersteuning voor deze visie vinden we in de voorlopende indicatoren.
- In januari bleef de voorlopende indicator voor de industrie vrijwel onveranderd op 56,8 (was 56,7 in december). De uitkomst in januari betekent dat de voorlopende indicator voor de industrie zich al 22 maanden boven de kritische grens van 50 bevindt en dus op expansie duidt.
- De economische groei wordt vooral veroorzaakt door sterke binnenlandse vraag. Zo wordt bijvoorbeeld de particuliere consumptie ondersteund door stijgende inkomens, vooral op het platteland.
- Terwijl de particuliere consumptie een hoge bodem onder de economische groei legt, moet een acceleratie van de economische groei toch van de investeringen komen. De investeringsgroei is in het derde kwartaal afgevlakt naar 11,1% van 19,0% in het tweede kwartaal.
- De uitvoergroei accelereerde in december naar 36,4% j-o-j van 26,5% j-o-j in november.
- Omdat de invoergroei in december een krimp liet zien van 11,1% j-o-j daalde het tekort op de lopende rekening van USD 8,9 miljard in november naar USD 2,6 miljard in december.
- De uitkomst van de inflatie dit jaar zal bepaald worden door twee tegengestelde bewegingen. Aan de ene kant zal naar verwachting dit jaar de opwaartse druk van voedselprijzen wegebben, terwijl aan de andere kant grondstofprijzen zeer waarschijnlijk een opwaartse druk op de prijzen zullen uitoefenen.
- De kostencomponent van de voorlopende indicator voor de industrie, die steeg van 64,9 in november naar 66,1 in december, duidt inderdaad op een verdere stijging van grondstofprijzen in de komende maanden.

Monetair beleid

- Na veelvuldig de monetaire teugels te hebben aangehaald, had de RBI in november van het afgelopen jaar een pauze ingelast, omdat de inflatiestijging aan het afvlakken was.
- Gegeven de inflatiestijging in december kwam er ook een einde aan de korte pauze van de RBI. Eind januari verhoogde de centrale bank de repo en de reverse repo ieder met 25 basispunten naar respectievelijk 6,5% en 5,5%.
- Het persbericht volgend op de renteverhogingen was behoorlijk strijdvaardig. Verdere renteverhogingen lijken daarom een uitgemaakte zaak.

Wisselkoers

- In verschillende publicaties hebben wij naar voren gebracht dat de rupee, vanwege rentever verschillen, dit jaar aan waarde zou winnen ten opzichte van USD. Gegeven het laatste, strijdvaardige persbericht van de RBI voelen wij ons gesterkt in deze visie.

Inflatie

- De groothandelsprijzen, de belangrijkste inflatiemaatstaf van de centrale bank (RBI), is na een afvlakking van acht maanden in december weer opgelopen van 7,5% j-o-j naar 8,4% j-o-j.

Hoofdindicatoren economie India

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
BBP (% j-o-j)	8,4	8,3	9,3	9,4	9,6	5,1	7,7	8,8	8,3	8,4
Inflatie (% j-o-j)	3,8	3,8	4,2	6,2	6,4	8,4	10,9	11,9	6,8	5,0
Werkloosheid (%)	22,0	10,6	10,0	10,4	9,8	10,4	10,7	10,8	10,6	10,6
Overheidssaldo (% BBP)	-4,4	-3,8	-4,0	-3,3	-2,6	-6,0	-6,5	-5,5	-5,0	-5,0
Overheidsschuld (% BBP)	61	62	61	59	59	55	57	56	55	54
Lopende rekening (% BBP)	1,4	0,1	-1,2	-1,0	-0,6	-2,6	-2,0	-3,0	-2,5	-2,5
USD/INR (ultimo)	45,61	43,59	45,07	44,25	39,42	48,46	46,68	45,40	43	44
EUR/INR (ultimo)	57,60	59,37	53,16	58,27	57,55	67,43	66,98	60,93	56	53

Bron: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

Overheidssaldo en lopende rekening voor 2011 en 2012 zijn afgeronde getallen

Arjen van Dijkhuizen, tel. 020 628 8052

Rusland: RCB terughoudend met verhoging beleidsrente

Groei

- Volgens een raming is het reële BBP in 2010 met 4% toegenomen, in lijn met onze verwachting. Deze groei werd vooral gedragen door de uitvoer, gevolgd door kapitaalinvesteringen en gezinsbestedingen. Het groeitempo is niet indrukwekkend, na de economische krimp met bijna 8% in 2009. Eind 2010 is het reële BBP dus ongeveer 4% beneden het niveau van eind 2008. Ook bleef de groei in 2010 ver onder de pre-crisis-niveaus (gemiddeld 7,1% in 2003-2008).
- De groei in 2010 werd omlaag gedrukt door de extreme zomerhitte, waardoor de economie in het derde kwartaal zelfs met 1% (seizoengecorrigeerd) kromp. Illustratief hiervoor is dat van alle sectoren de landbouw in 2010 het slechtst presteerde. Andere sectoren die het moeilijk hadden in 2010 waren o.a. de bouw en de financiële dienstverlening.
- Het herstel heeft eind 2010 aan kracht gewonnen, toen de effecten van de zomerhitte wegebden. Veel indicatoren laten na de zomer van 2010 verbetering zien. De inkoopmanagersindex (PMI) voor de verwerkende industrie kwam in januari 2011 uit op 53,5, hetzelfde niveau als in december 2010, toen het hoogste niveau in 33 maanden werd bereikt.
- Maar recente indicatoren tonen aan dat het herstel nog altijd kwetsbaar is. De PMI voor de dienstensector nam in januari af tot 54,2 (december 2010: 56,4), terwijl de groei van de detailhandelsomzet eind 2010 met 3,4% het laagst in negen maanden was. Het consumentenvertrouwen is mogelijk verzwakt door de oplopende inflatie, die het beschikbare inkomen aantast, en door de stijging van de werkloosheid tot 7,2% eind 2010, het hoogste niveau in zeven maanden.
- We verwachten dat de groei ook dit jaar circa 4% bedraagt: afnemende groei van de externe vraag wordt gecompenseerd door aantrekkende binnenlandse bestedingen. De vooruitzichten blijven sterk afhankelijk van olie- en gasprijzen.
- Meer structureel bezien zijn de relatief geringe investeringsratio (circa 20% van het BBP), een kwetsbare bankensector en een onzeker investeringsklimaat inclusief onduidelijke eigendomsrechten groeibelemerende factoren. Voortgang met het privatiseringsprogramma en toetreding tot de WTO zouden in dat opzicht welkomere ontwikkelingen zijn.

Inflatie

- De inflatie loopt op sinds juli 2010, toen een dieptepunt van 5,5% (j-o-j) werd bereikt. In januari steeg de consumentenprijsindex naar 9,6%. Aanvankelijk kwam dit vooral door de toename van voedselprijzen. Recente cijfers laten echter zien dat de oplopende prijsdruk een breder fenomeen wordt.
- Op grond van de aanhoudende stijging van consumenten- en productenprijzen hebben wij onze inflatieraming voor 2011 opgehoogd tot 8,5% op jaarbasis.

Rente

- In een poging om speculatieve kapitaalinstroom in te dammen heeft de Russische centrale bank (RCB) in januari de reservevereisten verhoogd met 100 basispunten voor buitenlandse verplichtingen en met 50 basispunten voor alle andere bancaire verplichtingen. In december had de RCB al het *overnight* depositotarief opgehoogd met 25 basispunten, vooral om de geldmarkt te stabiliseren.
- Deze stappen richting monetaire verkrapping illustreren de zorg van de RCB over de inflatie, die inmiddels de doelzone van 6-7% heeft overschreden. Tegelijkertijd blijkt dat de RCB terughoudend is om de beleidsrente te verhogen; deze bleef in januari ongewijzigd op het dieptepunt van 7,75%. Dit komt omdat de RCB naast inflatiebestrijding ook het ondersteunen van de economie als doelstelling heeft meegekregen. Maar gegeven de veronderstelde inflatietoename verwachten we dit jaar een verhoging van de beleidsrente met 50 basispunten.

Wisselkoers

- Vooruitlopend op de introductie van *inflation targeting* maakt de RCB het wisselkoersregime geleidelijk aan flexibeler. We verwachten echter niet dat het beleid van *dual targeting* in de komende jaren wordt verlaten.
- Ondersteund door (wel afnemende) lopende-rekeningoverschotten en een veronderstelde verhoging van de beleidsrente verwachten we voor 2011/12 een lichte appreciatie van de roebel ten opzichte van US dollar en euro.

Hoofindicatoren economie Rusland

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
BBP (% j-o-j)	7,0	7,2	6,4	8,2	8,5	5,2	-7,8	4,0	4,0	4,5
Inflatie (% j-o-j)	13,7	10,9	12,7	9,7	9,0	14,1	11,7	7,0	8,5	7,7
Werkloosheid (%)	8,6	8,2	7,6	7,2	6,1	6,4	8,4	7,5	6,8	6,2
Overheidssaldo (% BBP)	1,7	4,3	7,5	7,4	5,4	4,1	-5,9	-4,5	-4,0	-3,5
Overheidsschuld (% BBP)	30	23	14	9	7	6	8	9	11	14
Lopende rekening (% BBP)	8,2	10,0	10,9	9,6	6,0	6,2	4,0	4,5	3,5	3,0
USD/RUB (ultimo)	29,46	27,75	28,78	26,30	24,55	29,38	30,24	30,56	30	29
EUR/RUB (ultimo)	37,20	37,80	33,95	34,64	35,84	40,89	43,39	40,90	39	35

Bron: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

Overheidssaldo en lopende rekening voor 2011 en 2012 zijn afgeronde getallen

Ramingen hoofdindicatoren

15-2-2011	BBP (% j-o-j)				Inflatie (% j-o-j)				Werkloosheid (%)			
	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E
VS	-2,6	2,9	3,3	3,5	-0,3	1,8	2,1	2,0	9,3	9,6	8,7	7,7
Japan	-6,2	4,0	1,5	1,6	-1,3	-0,7	-0,1	0,6	5,1	5,1	4,6	4,1
Eurozone	-4,1	1,7	1,6	1,9	0,3	1,6	2,1	1,8	9,5	10,0	10,0	9,6
Duitsland	-4,9	3,5	2,6	2,7	0,4	1,1	2,0	1,9	8,2	7,7	7,1	6,6
Frankrijk	-2,5	1,5	1,5	2,1	0,1	1,5	1,8	1,7	9,1	9,3	8,9	8,0
Italië	-5,0	1,1	1,0	1,4	0,8	1,5	1,7	1,9	7,8	8,4	8,4	8,3
Spanje	-3,7	-0,2	0,7	1,5	-0,3	1,8	2,5	1,7	18,8	20,0	20,1	19,4
Nederland	-3,9	1,7	1,6	1,8	1,2	1,3	1,8	1,8	4,8	5,5	5,1	5,0
België	-2,8	2,1	1,7	1,8	0,0	2,2	2,7	2,0	7,9	8,3	8,0	7,8
Oostenrijk	-3,9	1,9	1,8	1,9	0,6	1,7	2,1	1,8	4,8	4,6	4,7	4,4
Finland	-8,1	3,0	2,9	3,1	1,6	1,8	2,0	2,3	8,2	8,5	7,5	7,0
Griekenland	-2,1	-4,5	-3,3	0,7	1,2	4,7	2,5	-0,3	9,5	12,3	14,5	14,5
Portugal	-2,6	1,4	-1,0	0,8	-0,8	1,4	2,6	1,3	9,6	10,8	11,1	11,2
Ierland	-7,6	-0,4	0,6	1,9	-4,5	-1,0	0,3	0,5	11,8	13,3	13,4	12,9
VK	-5,0	1,4	1,6	2,8	2,2	3,3	3,9	2,0	7,7	7,9	7,6	7,2
Zweden	-5,0	5,3	4,1	2,6	-0,3	1,3	2,3	2,2	8,3	8,3	7,4	6,9
Denemarken	-4,9	2,0	2,1	2,4	1,6	1,9	2,2	2,1	6,0	6,9	6,0	5,5
Zwitserland	-1,9	2,7	1,9	2,1	-0,5	0,7	0,8	1,0	3,7	3,9	3,4	3,1
Noorwegen	-1,2	1,9	2,9	3,0	2,2	2,4	1,9	1,8	3,1	3,4	3,1	2,8
Canada	-2,5	2,9	2,9	3,1	0,3	1,8	2,1	2,2	8,3	8,0	7,7	7,4
Australië	1,3	2,8	2,6	4,1	1,9	2,8	2,6	3,2	5,7	5,2	4,9	4,5
Nieuw Zeeland	-1,6	1,6	3,0	3,1	2,2	2,3	3,6	2,0	6,2	6,5	5,8	5,5
China	9,1	10,5	9,4	9,2	-0,7	3,3	4,5	3,5	12,5	12,5	12,5	12,5
India	7,7	8,8	8,3	8,4	10,9	11,9	6,8	5,0	10,7	10,8	10,6	10,6
Turkije	-4,7	8,2	5,5	5,0	6,3	8,6	6,5	5,6	14,1	12,2	12,2	12,2
Rusland	-7,8	4,0	4,0	4,5	11,7	7,0	8,5	7,7	8,4	7,5	6,8	6,2
Brazilië	-0,7	7,7	4,5	5,5	4,9	5,0	5,0	5,5	8,1	7,1	6,0	6,0
Wereld	-0,5	4,9	4,3	4,6	2,3	3,6	3,8	3,4				

15-2-2011	Lopende rekening (% BBP)				Begrotingssaldo (% BBP)				Overheidsschuld (% BBP)			
	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E
VS	-2,7	-3,3	-3,6	-3,8	-9,9	-8,9	-11,0	-6,1	84	94	102	103
Japan	2,8	3,5	3,7	3,3	-7,1	-7,7	-7,5	-7,3	193	198	204	210
Eurozone	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-6,3	-6,3	-4,6	-3,5	79	84	86	87
Duitsland	4,9	4,8	4,5	4,2	-3,0	-3,5	-2,6	-1,7	73	75	75	74
Frankrijk	-1,9	-1,7	-1,8	-2,0	-7,5	-7,8	-6,6	-5,5	78	83	87	89
Italië	-3,1	-3,0	-2,5	-2,0	-5,3	-5,0	-4,0	-3,0	116	120	123	123
Spanje	-5,4	-4,6	-3,9	-3,6	-11,1	-9,0	-6,2	-4,6	53	64	68	70
Nederland	4,6	5,4	5,5	5,3	-5,4	-5,8	-4,0	-2,9	61	65	67	67
België	0,8	1,4	1,0	0,9	-6,0	-4,6	-4,2	-4,0	96	97	98	98
Oostenrijk	2,9	2,6	2,8	3,1	-3,5	-4,3	-3,5	-3,2	68	70	71	71
Finland	1,5	0,9	1,0	0,7	-2,5	-3,0	-2,0	-0,7	44	50	52	54
Griekenland	-13,1	-11,0	-7,5	-5,0	-15,4	-9,4	-7,6	-6,5	117	140	150	155
Portugal	-10,1	-9,3	-8,2	-7,4	-9,3	-7,0	-4,9	-4,0	76	83	86	88
Ierland	-3,0	-1,4	1,3	2,5	-14,4	-32,0	-9,1	-7,0	64	97	103	108
VK	-1,7	-2,4	-1,3	-0,3	-11,4	-10,2	-7,9	-5,5	68	75	79	81
Opkomende markten*												
China	6,1	5,0	5,0	4,5	-2,2	-3,0	-2,5	-2,0	17	18	17	17
India	-2,0	-3,0	-2,5	-2,5	-6,5	-5,5	-5,0	-5,0	57	56	55	54
Turkije	-2,3	-6,0	-6,0	-5,5	-5,8	-3,5	-3,5	-3,0	46	44	42	39
Rusland	4,0	4,5	3,5	3,0	-5,9	-4,5	-4,0	-3,5	8	9	11	14
Brazilië	-1,5	-2,5	-3,5	-3,5	-3,4	-2,5	-2,5	-2,5	62	61	59	59

* 2010, 2011 en 2012 voor de lopende rekening en begrotingssaldo zijn afgerond

Bron Thomson Reuters Datastream, Reuters Ecowin, ABN AMRO Economisch Bureau

Rentevoorspellingen

15-2-2011	Officiële beleidsrente (% , eindejaar)				3m interbank rente (% , eindejaar)				
	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	
VS	0,25	0,25	0,25	2,00	0,3	0,3	0,4	2,2	
Japan	0,10	0,05	0,10	0,25	0,5	0,3	0,3	0,6	
Eurozone	1,00	1,00	1,50	2,50	0,7	1,0	1,6	2,6	
VK	0,50	0,50	1,25	3,00	0,7	0,8	1,5	3,3	
Zweden	0,25	1,25	2,00	3,00	0,5	2,0	2,5	3,4	
Denemarken	1,20	1,05	1,55	2,55	0,7	1,1	1,6	2,6	
Zwitserland	0,38	0,38	0,75	1,75	0,3	0,2	0,9	1,8	
Noorwegen	1,75	2,00	3,00	4,25	2,2	2,6	3,5	4,5	
Canada	0,25	1,00	1,50	1,75	0,5	1,0	2,5	3,3	
Australië	3,75	4,75	5,25	6,00	4,1	5,0	5,5	6,2	
Nieuw Zeeland	2,00	3,00	3,75	4,25	2,8	3,3	4,0	4,4	

	10jr staatspapier (% , eindejaar)				Spread versus 10j Duits staatspapier (bp)				
	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	
VS	3,8	3,3	4,2	5,0	0,2	0,5	0,1	0,1	Frankrijk
Japan	1,3	1,1	1,6	1,8	0,6	1,7	1,0	0,5	Italië
Eurozone	3,4	3,0	3,8	4,2	0,5	2,6	1,3	0,8	Spanje
VK	4,1	3,4	4,5	5,3	0,2	0,2	0,1	0,1	Nederland
Zweden	3,3	3,3	4,0	4,7	0,3	1,1	0,3	0,2	België
Denemarken	3,3	3,0	3,9	4,3	0,3	0,5	0,2	0,2	Oostenrijk
Zwitserland	1,9	1,7	2,5	3,0	0,2	0,2	0,2	0,2	Finland
Noorwegen	4,2	3,8	4,8	5,5	2,4	9,5	5,0	3,5	Griekenland
Canada	3,6	3,1	4,1	4,6	1,0	3,8	2,0	1,5	Portugal
Australië	5,6	5,5	5,9	6,3	1,5	5,8	2,5	2,0	Ierland
Nieuw Zeeland	5,8	5,6	5,9	6,3					

	Wisselkoers (versus USD, eindejaar)*				Wisselkoers (versus EUR, eindejaar)*				
	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	
USD					1,43	1,34	1,30	1,20	EUR/USD
USD/JPY	93	81	102	106	133	109	133	127	EUR/JPY
USD/EUR	0,70	0,75	0,77	0,83					
GBP/USD	1,62	1,57	1,59	1,59	0,89	0,86	0,82	0,76	EUR/GBP
USD/SEK	7,14	6,69	6,8	7,1	10,24	8,98	8,8	8,5	EUR/SEK
USD/DKK	5,19	5,55	5,7	6,2	7,44	7,45	7,4	7,4	EUR/DKK
USD/CHF	1,03	0,93	1,1	1,2	1,48	1,25	1,4	1,4	EUR/CHF
USD/NOK	5,78	5,81	5,8	6,3	8,29	7,80	7,6	7,5	EUR/NOK
USD/CAD	1,02	0,99	1,1	1,1	1,46	1,33	1,4	1,3	EUR/CAD
AUD/USD	0,90	1,02	0,9	0,8	1,60	1,32	1,5	1,6	EUR/AUD
NZD/USD	0,73	0,78	0,7	0,6	1,97	1,72	2,0	2,1	EUR/NZD
Opkomende markten									
USD/CNY	6,83	6,60	6,2	5,7	9,80	8,86	8,1	6,8	EUR/CNY
USD/INR	46,68	45,40	43	44	66,98	60,93	56	53	EUR/INR
USD/TRY	1,49	1,50	1,5	1,5	2,14	2,01	2,0	2,0	EUR/TRY
USD/RUB	30,24	30,56	30	29	43,39	40,90	39	35	EUR/RUB
USD/BRL	1,74	1,66	1,7	1,8	2,50	2,22	2,2	2,1	EUR/BRL

* cijfers voor 2011 en 2012 zijn afgerond

Bron Thomson Reuters Datastream, Reuters Ecowin, ABN AMRO Economisch Bureau

Lees meer van het Economisch Bureau op: <http://www.abnamro.nl/economischbureau>

© Copyright 2011 ABN AMRO Bank N.V. and affiliated companies ("ABN AMRO"). Alle rechten voorbehouden.

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. (ABNAMRO) accepteert geen enkele aansprakelijkheid voor de informatie opgenomen in dit document. De weergegeven markt informatie 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, compliance vereisten 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 uitsluitend bedoeld voor de Nederlandse markt en professionele beleggers actief en ervaren in de Nederlandse markt, niet zijnde natuurlijke personen, en de informatie 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.