

11 oktober 2018

## Differentiatie nog steeds dominant

**Arjen van Dijkhuizen**  
 Senior Econoom  
 Tel: +31 20 628 8052  
[arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com](mailto:arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com)

**Nora Neuteboom**  
 Econoom  
 Tel: +31 20 343 7731  
[nora.neuteboom@nl.abnamro.com](mailto:nora.neuteboom@nl.abnamro.com)

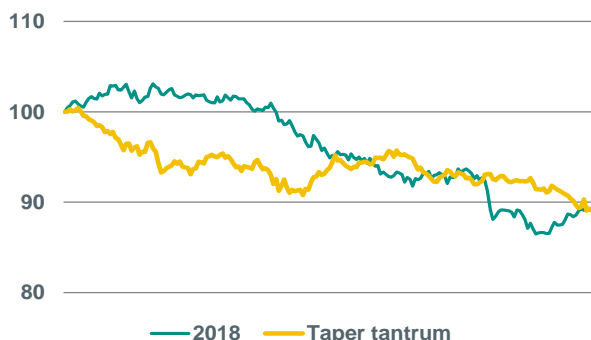
- Gevolgen van marktonrust in 2018 zijn vergelijkbaar met *taper tantrum*
- Diverse algemene factoren beïnvloeden EM als beleggingscategorie ...
- ... maar differentiatie is nog steeds belangrijker dan algehele besmetting
- Landspecifieke fundamentals en kwetsbaarheden bepalen differentiatie
- Gevoeligheid voor handelsconflicten bepaalt rendement aandelenmarkten
- We verwachten nog altijd geen 'algemene EM-crisis'

### Gevolgen van marktonrust vergelijkbaar met *taper tantrum*

In de loop van dit jaar werd de toegenomen risicoaversie van beleggers merkbaar op de opkomende markten (*Emerging Markets – EM*). Doordat beleggers hun geld weghaalden uit de opkomende markten, kwamen de valuta's, rentes en aandelenkoersen in het EM-universum onder druk. Voor EM als beleggingscategorie geldt dat de gevolgen van de marktturbulentie van dit jaar in hun totaliteit in sommige opzichten vergelijkbaar zijn met die van de *taper tantrum* in 2013-14 (een periode van marktonrust die ontstond toen de Fed aankondigde het beleid van kwantitatieve verruiming te gaan uitfasen). Dit komt duidelijk naar voren uit bijvoorbeeld de algemene EM FX-index en de EM FX-volatiliteitsindex. Deze indices laten echter ook zien dat het marktsentiment in de afgelopen weken lijkt te zijn gestabiliseerd. De algemene EM FX-index heeft zich iets hersteld, terwijl de EM FX-volatiliteitsindex sterk is gedaald. Wel zijn valuta's zoals de Indonesische roepia en de Indiase roepia verzwakt als gevolg van aanhoudende landspecifieke problemen. Verder wijzen ook IIF-data erop dat in de voorbije weken de beleggingsstromen naar EM's weer op gang zijn gekomen.

### Valutazwakke EM vergelijkbaar met *taper tantrum*

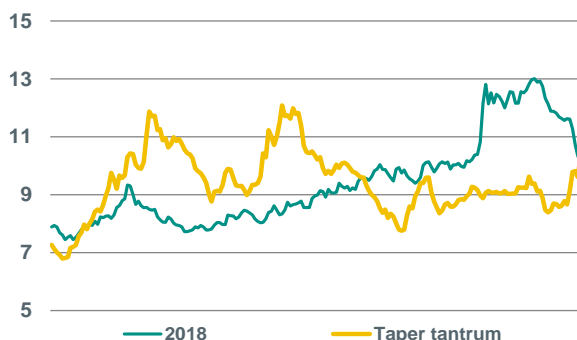
EM FX-index, 100 = start periode, mei 2013-jan 2014 vs. jan-sept 2018



Bron: Bloomberg

### Volatiliteit van EM-valuta's steeg dit jaar abrupter

EM FX-volatiliteitsindex, %, mei 2013-jan 2014 vs. jan-sept 2018



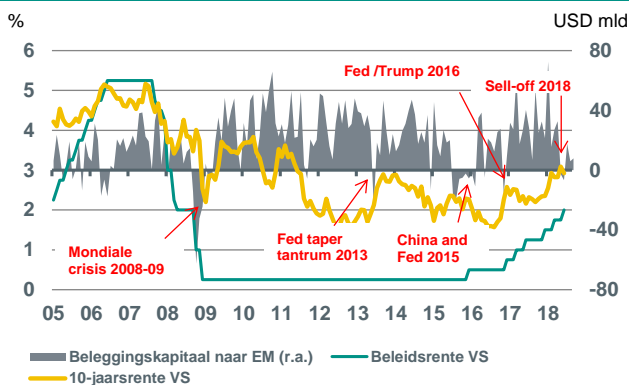
Bron: Bloomberg

### Enkele algemene factoren spelen mee

Verskillende algemene factoren hebben dit jaar EM als beleggingscategorie beïnvloed. In de meeste gevallen is de VS het gemeenschappelijke element:

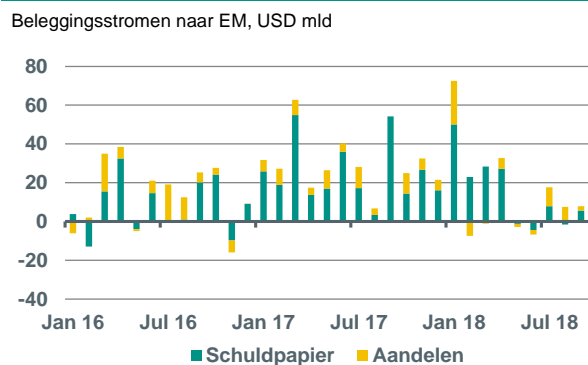
- 1) De renteverhogingscyclus van de Fed en de stijgende markrentes in de VS. Door de stijging van de binnenlandse risicovrije rente in de VS neemt de prikkel af om naar rendement op zoek te gaan in risicovollere beleggingscategorieën zoals EM.
- 2) De algehele kracht van de dollar als gevolg van het Amerikaanse macrobeleid. Dit heeft, samen met de toename van de schulden van EM's in USD, de kwetsbaarheid van EM's voor een depreciatie van de eigen munt vergroot en beleggers afgeschrikt.
- 3) Een belangrijke factor die niet speelde tijdens de *taper tantrum*, betreft de escalerende handelsfricties tussen grootmachten, en vooral tussen de VS en China. De financiële markten zijn zenuwachtig geworden van de alsmaar groeiende lijst van invoerheffingen, de mogelijke omvang van een handelsoorlog en de eventuele economische gevolgen. De onzekerheden rond de onderhandelingen over NAFTA lijken te zijn afgenomen, maar de spanningen tussen de VS en de EU en de risico's rond Brexit zijn nog steeds aanwezig.
- 4) Turks en Argentijns besmettingsgevaar: de problemen in deze belangrijke EM's lijken het sentiment rond EM als beleggingscategorie te hebben beïnvloed (zie kaders).
- 5) (Geo)politieke problemen en dreigende sancties: de valutazwakke in Turkije, Zuid-Afrika en Rusland is versterkt door sancties die de VS oplegt of dreigt op te leggen.

#### Beleggingsstromen naar EM's daalden, nu licht herstel



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

#### Vooraf schuld papier was tot dusverre slachtoffer



Bron: IIF

### Argentinië

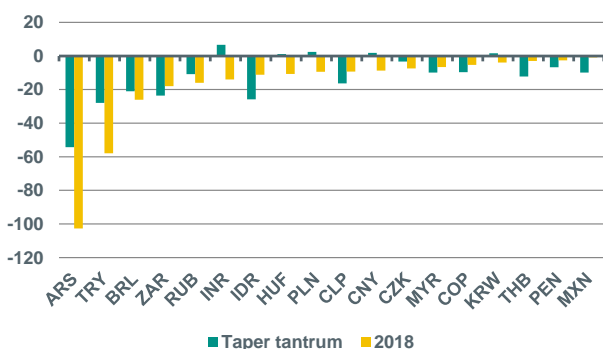
In april dit jaar maakte de peso een vrije val, omdat beleggers zich zorgen maakten of de regering de inflatie in de hand kon houden, tegen de achtergrond van de hogere rentes in de VS en de sterkere dollar. Het tekort op de lopende rekening en het begrotingstekort zijn fors en de buitenlandse schuld is omvangrijk. De centrale bank verhoogde in de afgelopen maanden de rente van 27,25% naar 60%. Door de val van de peso werd de buitenlandse schuld (60% bbp) duurder en moest Argentinië met het IMF een Standby Agreement van USD 57 mld sluiten (dit bedrag is onlangs herzien). De economische pijn neemt ondertussen verder toe en de politieke onzekerheid groeit. In 2019 worden verkiezingen gehouden. Het is nog te vroeg om een voorspelling te doen, maar de regering- Macri lijkt na een voorspoedige start veel van haar glans te hebben verloren. De sociale onrust groeit en stakingen en protesten zijn aan de orde van de dag. De hogere rente en nieuwe begrotingsmaatregelen drukken de groei. Onze groeiraming voor 2018 hebben we daarom verder verlaagd naar 1%. De vooruitzichten voor 2019 zijn erg onzeker. We gaan nog steeds uit van een aantrekkelijke, maar wel heel magere groei (zie ook: [Latijns-Amerika Focus: Herstel hapert](#)).

### Differentiatie is nog steeds het hoofdthema voor beleggers

Hoewel EM als beleggingscategorie is getroffen door de hierboven genoemde generieke factoren, willen we benadrukken dat differentiatie binnen deze zeer heterogene beleggingscategorie opnieuw een belangrijker thema bleek te zijn dan algehele besmetting. Hoewel veel opkomende valuta's dit jaar hardere klappen kregen dan tijdens de *taper tantrum*, lijken de markten nu selectiever te zijn en hebben ze Argentinië en Turkije er duidelijk uitgepikt als zwakste schakels (zie grafiek). De Amerikaanse dollar is ook ten opzichte van andere opkomende valuta's aanzienlijk gestegen, maar het verschil met de Turkse lira en de Argentijnse peso is opmerkelijk.

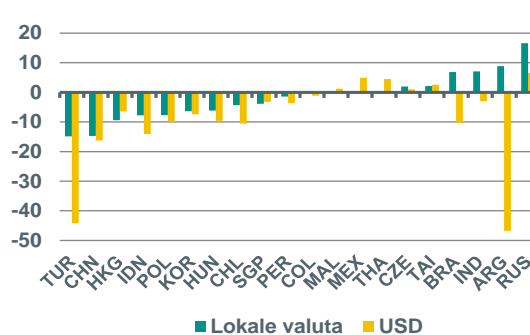
#### Argentinië en Turkije zijn de zwakste schakels

Stijging USD versus EM FX, in %



#### Rendement van aandelenmarkten

Rendement in 2018 (per 3 oktober, 9.00 uur CET)



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

Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

### Turkije

Er wordt al enige tijd gevreesd voor oververhitting van de Turkse economie, omdat deze in de afgelopen jaren in een boventrendmatig tempo is gegroeid (7,4% in 2017). De inflatie is hoog (bijna 18%) en het tekort op de lopende rekening is verder verslechterd (voor 2018 wordt het geraamd op 6,5% van het bbp, maar we zien al een duidelijke neerwaartse correctie). De stijging van het tekort op de lopende rekening ging vergezeld van een groeiende instroom van beleggingen van niet-ingezetenen. Hierdoor werd het land sterker afhankelijk van volatiele kortlopende kapitaalstromen. Het restrictieve beleid van de Fed, de hogere energieprijzen en de teleurstellende groei in de eurozone drukten de externe positie van Turkije. Bij de laatste presidentsverkiezingen verstevigde Erdoğan zijn machtspositie en perkte hij de onafhankelijkheid van de centrale bank verder in. Op 10 augustus kwam de lira in een vrije val, toen de diplomatieke rel tussen de VS en Turkije over de uitlevering van een Amerikaanse predikant escaleerde. Sinds begin dit jaar is de lira 37% gedaald t.o.v. de dollar en 34% t.o.v. de euro. Omdat de VS de grootste buitenlandse belegger in Turkse obligaties is (meer dan 30% volgens het IIF), riep dit de vraag op of Turkije nog wel in zijn financieringsbehoefte van USD 220 miljard kon voorzien. Op 13 september kwam de centrale bank (eindelijk) in actie: de rente werd met 625 bp verhoogd naar 24%. Daarnaast presenteerde minister van Financiën Albayrak het Nieuw Economisch Programma. Hierin werden enkele noodzakelijke structurele hervormingen aangekondigd. Mede hierdoor krabbelde de lira wat op. In onze Engelstalige [Turkey Watch: TRY to recover](#) legden we uit dat volgens ons de regering in staat zou zijn om aan haar kortlopende financiële verplichtingen (kortlopend schuld papier en aflossingen op leningen) te voldoen. De particuliere sector – en dus niet de overheid zoals in het geval van Argentinië – heeft het meest geleend in vreemde valuta's. We verwachten dat Turkije pas aanklopt bij het IMF als alle andere opties zijn onderzocht. Door een geringere kredietgroei en zwakkere lira zal het voor sommige bedrijven lastig worden om hun (buitenlandse) schuldverplichtingen na te komen. Op grond van al deze factoren verwachten we dat de Turkse economie sterk krimpt (-3%) in 2019 (zie voor onze ramingen: [Turkije Focus: Crisis zat er al lang aan te komen](#)).

### Landspecifieke fundamentals en kwetsbaarheden bepalen differentiatie

Dit onderscheid is geen toeval. Wij denken dat verschillen in fundamentele factoren relevant zijn en verklaren waarom bepaalde opkomende economieën harder worden getroffen dan andere. Naar onze mening zijn de volgende factoren in het bijzonder relevant (geweest):

- de omvang van de buitenlandse schuld en het aandeel van schulden in USD (niet alleen van de overheid, maar ook van banken, ondernemingen en huishoudens);
- het tekort op de lopende rekening / de externe financieringsbehoefte;
- de afhankelijkheid van de invoer van grondstoffen (door de stijgende olieprijs liep het tekort op de lopende rekening van olie-importerende landen als Turkije en India op);
- specifieke (geo)politieke risico's (o.a. China, Turkije en Zuid-Afrika – spanningen met de VS);
- het weerstandsvermogen van de bankensector (mede in verband met punt a);
- proactieve beleidsmaatregelen om kwetsbaarheden te verminderen.

De onderstaande tabel toont hoe de EM's scoren op een aantal van deze fundamentele factoren. Al begin 2018, nog voordat het EM-sentiment duidelijk begon te verzwakken, wezen we, aan de hand van deze tabel, Argentinië en Turkije aan als de landen die het gevoeligst waren voor een toename van de risicoaversie onder beleggers. Uit de tabel komt verder naar voren dat andere belangrijke EM's, zoals Brazilië, Chili, Indonesië en Zuid-Afrika, ook kwetsbaar zijn op het vlak van buitenlandse en/of binnenlandse schuld.

Key variables EM's											
	Current account*	Foreign Debt/ exports	Debt service ratio (paid)	Fin. Req*	St Liabilities/mt hs exports	import cover	Fiscal balance*	Gov. debt*	Inflation	Household debt*	NFS Corp. debt (FX)*
Argentina	-3.4	3.17	22.0	7.6	3.0	6.8	-5.7	65.6	28.8	7.6	-21.2
Brazil	-0.7	1.93	39.7	11.9	8.7	15.1	-7.0	78.7	3.8	24.9	21.1
Chile	-1.6	1.94	38.2	19.2	6.3	4.3	-2.0	26.4	2.4	45.9	43.5
China	1.0	0.59	7.0	6.3	3.8	12.6	-4.0	19.0	2.0	49.2	47.2
Colombia	-2.8	1.98	29.7	10.1	4.5	7.3	-1.9	52.5	3.5	29.7	26.2
Czech Republic	0.5	0.92	9.1	10.6	1.4	7.8	0.9	32.2	2.3	32.0	29.7
Ecuador	0.2	1.39	26.7	8.1	3.3	1.7	-4.0	47.2	0.1		na
Egypt	-2.6	1.17	8.6	7.6	1.8	6.6	-9.6	94.1	16.1	7.1	-9.0
Ghana	-3.1	0.86	13.3	14.2	2.6	3.7	-5.8	65.0	10.3	6.6	-3.7
Hungary	2.2	0.89	24.0	30.9	3.8	2.3	-2.6	72.0	2.8	18.7	15.9
India	-2.8	0.86	11.4	9.0	3.2	6.6	-3.6	49.2	4.5	11.4	6.9
Indonesia	-2.7	1.49	26.0	13.0	5.3	5.2	-2.6	34.5	3.5	16.7	13.2
Kazakhstan	-0.8	2.31	55.3	23.8	6.3	3.3	-1.3	25.4	6.6		na
Korea, Rep. (South)	4.1	0.51	5.7	4.8	2.3	7.0	1.0	42.4	1.5	95.6	94.1
Malaysia	2.9	0.85	5.1	10.3	2.1	5.1	-3.3	51.1	1.5	67.3	65.8
Mexico	-1.7	0.92	12.3	9.7	2.2	3.8	-2.3	48.8	4.6	16.5	11.9
Peru	-1.5	1.00	15.4	14.3	5.6	10.9	-3.1	26.2	1.4		na
Philippines	-1.3	0.59	7.2	6.7	1.6	6.1	-2.8	41.7	5.0	15.5	na
Poland	-0.4	0.77	7.6	9.0	1.9	4.1	-2.2	49.1	2.0	34.6	32.6
Russia	4.1	0.93	13.6	2.4	2.2	9.5	0.3	10.1	3.1	15.6	12.5
South Africa	-3.6	1.27	10.8	9.9	2.4	4.2	-3.6	52.2	5.0	33.2	28.2
Thailand	9.3	0.39	5.2	-2.4	1.1	7.7	-2.9	43.8	1.5	67.2	65.7
Turkey	-6.7	1.96	31.6	25.5	7.4	3.3	-2.2	28.1	13.5	16.9	3.4
Ukraine	-5.0	1.89	22.0	16.7	2.5	2.6	-2.6	71.0	10.5	6.1	na
Vietnam	1.2	0.42	3.8	8.3	1.1	2.7	-6.3	63.4	3.8		na

Source: Institute of International Finance, EIU and ABNAMRO Group Economics  
\* in % GDP

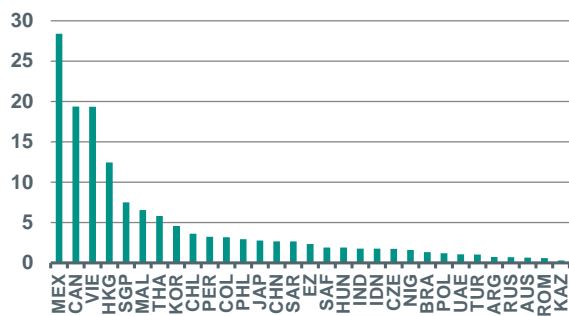
### Handelsfricties speelden ook een rol

Uit het bovenstaande leiden we af dat landen die met forse externe onevenwichtigheden kampen en/of op het gebied van proactieve beleidsmaatregelen tekortschieten, de meeste hinder hebben ondervonden van de toegenomen risicoaversie. Hiermee is echter niet het volledige verhaal verteld. Kijken we bijvoorbeeld naar de prestatie van aandelenmarkten in belangrijke opkomende landen (zie grafiek op vorige bladzijde), dan zien we dat enkele kredietwaardigere landen, waaronder China in het bijzonder, te lijden hebben gehad van de oplopende handelsfricties (hoofdzakelijk tussen de VS en China). Ook in enkele

andere opkomende landen met een groeimodel dat sterk afhankelijk is van de wereldwijde aanbodketens (onder meer in Azië), presteren de aandelenmarkten tot nu toe dit jaar matig. Hier spelen uiteraard meer factoren een rol. De factor handelsfricties was tijdens de *taper tantrum* in 2013-2014 niet in beeld.

#### Afhankelijkheid EM van uitvoer naar VS

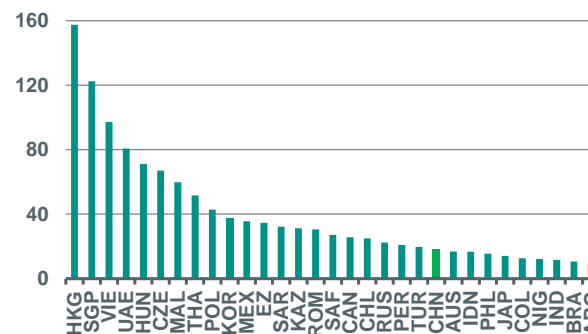
Uitvoer naar VS, % van bbp



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

#### Afhankelijkheid EM van uitvoer

Totale uitvoer, % van bbp



Bron: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

#### Waarom we toch geen 'algemene EM-crisis' verwachten

In onze EM Focus van mei 2018, [Op zoek naar de zwakste schakels](#), legden we uit waarom we niet tot het kamp van de doemdenkers behoorden, in die zin dat we niet verwachtten dat opkomende landen op grote schaal in betalingsbalansproblemen zouden komen en/of in een recessie zouden belanden als gevolg van de EM-gerelateerde onrust op de financiële markten. Dit is nog steeds onze visie en recente marktontwikkelingen onderstrepen dit. Onze visie is gebaseerd op een aantal factoren die een buffer creëren voor opkomende landen:

- 1) De robuuste groei van ontwikkelde economieën (en in Azië) is gunstig voor de export van de opkomende markten, terwijl door de depreciatie van de nationale munt de concurrentiekracht van verschillende opkomende landen is verbeterd. We verwachten dat voor veel opkomende landen deze effecten compensatie bieden voor de stijgende rentes en de verkrapping van de financiële condities.
- 2) Door de waardedaling van valuta's, in combinatie met beleidsmaatregelen en in sommige gevallen ook een lagere groei, verandert de externe situatie en blijft het externe tekort beheersbaar. In Turkije en Argentinië bijvoorbeeld daalt het externe tekort snel. In enkele andere belangrijke opkomende landen (onder meer Brazilië, India, Indonesië en Zuid-Afrika) is het tekort op de lopende rekening gestegen, maar ligt dit nog steeds op een vrij goed beheersbaar niveau, ook in vergelijking met de periode van de *taper tantrum*.
- 3) Een factor die nauw samenhangt met het eerste punt, is dat de grondstoffenprijzen in het algemeen goed standhouden en we verwachten dat dit zo blijft. Dit is een duidelijk verschil met de periode van de *taper tantrum*, toen de grondstoffenprijzen scherp daalden. Afgezien van enkele uitzonderingen, zoals Turkije en India, is dit per saldo gunstig voor opkomende landen.
- 4) De handelsfricties tussen de VS en China zijn in de afgelopen maanden geëscaleerd (invoertarieven variërend van 5% tot 25% zijn nu van toepassing op in totaal USD 360 miljard aan bilaterale export van beide landen), maar het risico van een echte

wereldwijde handelsoorlog is afgenomen. Bovendien waren de meest recente maatregelen van de VS wat milder (invoerheffing van 10% in plaats van 25%, in ieder geval tot 1 januari 2019) en is er nog speelruimte. De markten reageerden per saldo positief op de laatste maatregelen. Veel slecht nieuws was dus al ingeprijsd.

- 5) Daarbij komt dat China proactief het budgettaire beleid wat heeft verruimd (zie onze meest recente China Focus, [Volgende ronde in handelsoorlog](#)) en het beleid gericht op schuldreductie wat heeft versoepeld – maar niet heeft afgeschaft – om de potentiële neerwaartse risico's van het handels- en investeringsconflict met de VS te compenseren. Hoewel in ons basisscenario de Chinese economie geleidelijk verder vertraagt, zien we ook factoren waardoor de groei in China hoger kan uitvallen dan in onze ramingen. In dit verband verwijzen we ook naar de maatregel van de Chinese Volksbank (de centrale bank) om de sterke daling van de yuan ten opzichte van de Amerikaanse dollar in juni en juli een halt toe te roepen. De tijdelijke zwakte van de yuan droeg bij aan de druk op opkomende valuta's, maar na de interventie van de centrale bank stabiliseerde de yuan. Dit zorgde voor opluchting aan het valutafront.
- 6) Ook beleidsmakers in veel andere opkomende landen hebben proactieve maatregelen genomen om de kwetsbaarheden te verminderen. In de afgelopen maanden zijn de beleidsrentes in veel opkomende landen verhoogd en hebben sommige regeringen (onder andere in India en Indonesië) ook andere maatregelen genomen om het stijgende tekort op de lopende rekening onder controle te houden.
- 7) In de opkomende landen die het zwaarst door de marktonrust werden getroffen (Turkije en Argentinië), zien we enige tekenen van stabilisatie (zie kaders). In Turkije was de laatste renteverhoging door de Turkse centrale bank (CBRT) veel forser dan de markten verwachtten en werd een economisch aanpassingsprogramma aangekondigd. Argentinië heeft een Standby Agreement met het IMF gesloten. De toegezegde steun is gekoppeld aan een economisch programma dat het land weer steviger in het zadel moet helpen.
- 8) Onze valutastrategie verwacht nog steeds dat de Amerikaanse dollar aan kracht zal inboeten. Veranderingen in de waardering van opkomende markten zullen ook de door beleggers gewenste risico-rendementverhouding beïnvloeden (dit biedt echter niet voldoende soelaas, wanneer het algehele sentiment verder verslechtert).

#### **Gevolgen voor groeiramingen**

Hoewel we nog steeds geen algemene EM-crisis verwachten (in de zin van grootschalige betalingsbalansproblemen en/of wijdverbreide recessie), hebben we in de loop van dit jaar onze groeiramingen naar beneden bijgesteld voor landen waar de gevolgen van de onrust binnen het opkomende universum duidelijk merkbaar waren. Zo hebben we voor Argentinië de verwachting voor de economische groei in 2018 en 2019 fors verlaagd naar respectievelijk -1,5% en 1,5% (in februari 2018 was dit nog 3,5% en 3%). De groei van de Turkse economie in 2019 ramen we nu op -3% tegen 4% in februari 2018. Ook voor andere landen die door de marktonrust zijn getroffen, zoals Brazilië, Indonesië, Maleisië en Mexico, hebben we onze groeiprognozes verlaagd. Omdat de groei in opkomend Azië goed op peil blijft, is het effect op de groei van de opkomende markten in hun totaliteit beperkt. Voor 2018 gaan we nu uit van een groei van 4,7% (was 4,8% in februari), waarna de groei in 2019 afzwakt – maar niet instort – tot 4,3% (was 4,7% in februari).

### Conclusie

De opkomende markten zijn dit jaar onmiskenbaar getroffen door de marktonrust, waarbij enkele algemene factoren een negatieve uitwerking op EM als beleggingscategorie hadden. Veel opkomende valuta's zijn sterk in waarde gedaald en de onrust van dit jaar is vergelijkbaar met de correcties tijdens de *taper tantrum*. De oplopende handelsfricties vormen nu een extra negatieve factor voor EM's. We zijn echter nog steeds van mening dat differentiatie een belangrijker thema voor beleggers is dan algehele besmetting. Uit marktontwikkelingen blijkt dat differentiatie wordt bepaald door landspecifieke fundamentals en kwetsbaarheden. We hebben onze groeiramingen voor de opkomende markten voor 2018 verlaagd. Voor 2019 verwachten we nu dat de groei vertraagt, maar niet instort. Omdat we nog steeds behoorlijk wat positieve factoren voor de opkomende markten zien, verwachten we geen 'algemene EM-crisis' in de vorm van grootschalige betalingsbalansproblemen en/of een wijdverbreide recessie of krimp binnen het EM-universum.

### Hoofdindicatoren/ramingen

<b>BBP-groei (%)</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>Inflatie (%)</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Opkomend Azië	6.1	6.2	6.2	5.9	Opkomend Azië	2.8	2.3	2.8	3.1
Opkomend Europa	1.7	3.9	3.3	1.1	Opkomend Europa	5.3	5.4	5.7	6.8
Latijns-Amerika	-1.0	1.0	0.8	2.0	Latijns-Amerika**	10.3	7.0	6.8	6.2
<b>Opkomende landen totaal</b>	<b>4.6</b>	<b>4.7</b>	<b>4.7</b>	<b>4.3</b>	<b>Opkomende landen totaal</b>	<b>4.4</b>	<b>3.9</b>	<b>4.3</b>	<b>4.6</b>
Eurozone	1.9	2.5	2.2	2.1	Eurozone	0.2	1.5	1.7	1.4
VS	1.5	2.3	3.0	2.7	VS	1.3	2.1	2.4	2.2
Wereld	3.4	3.8	3.8	3.5	Wereld	3.0	3.0	3.4	3.5
<b>Overheidssaldo (%BBP)</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>Lopende rekening (%BBP)</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Opkomend Azië	-3.0	-3.0	-3.5	-3.5	Opkomend Azië	2.0	1.5	0.5	0.5
Opkomend Europa	-2.0	-1.5	-1.0	-1.5	Opkomend Europa	0.0	-0.5	-0.5	0.0
Latijns-Amerika	-5.5	-5.5	-5.0	-4.0	Latijns-Amerika	-2.0	-1.5	-2.0	-2.0
Eurozone	-1.5	-0.9	-0.8	-0.7	Eurozone	3.3	3.5	3.2	3.2
VS	-3.1	-3.5	-3.7	-5.3	VS	-2.4	-2.6	-2.8	-2.8

Bron: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

\* cijfers opkomende markten zijn afgerond

\*\* Inflatie Latijns-Amerika en Wereld zonder Venezuela

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 relatiemanager 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