

Macro Weekly

Fed verrast

Economisch Bureau
Macro Research

23 september 2013

- Big Picture:** Het besluit van de Fed om géén begin te maken met het afbouwen van haar stimuleringsaankopen heeft de markten verrast en werpt enkele belangrijke vragen op. Ondanks alle commotie geloven we niet dat er veel veranderd is. Dát er wordt afgebouwd is zeker; de vraag is alleen wanneer. Wij gaan er nu van uit dat de Fed in december besluit om te gaan afbouwen.
- Eurozone:** De externe sector drukte de BBP-groei aan het begin van het derde kwartaal. Al voorzien wij voor de komende maanden een herstel van de export en de industriële productie, het zwakke begin van het derde kwartaal is in overeenstemming met onze visie dat het economisch herstel zich in een gematigd tempo zal voltrekken. Ondertussen steeg de Duitse ZEW-indicator verder, wat suggereert dat Duitsland het beter blijft doen dan de eurozone als geheel.
- VS:** Ook de vorige week gepubliceerde cijfers suggereren dat de economische groei in de komende maanden zal versnellen. Zo steeg de inkoopmanagersindex voor het district Philadelphia naar het hoogste niveau sinds 2011. Ondertussen bevestigden de cijfers over de huizenmarkt onze visie dat de recente rentestijging het herstel niet al te sterk heeft aangetast.
- Azië:** De Aziatische markten reageerden positief op het besluit van de Fed om te wachten met de afbouw de stimuleringsprogramma's. Kort daarna verraste de Indiase centrale bank de markt met een verhoging van haar belangrijkste tarief met 25bp naar 7,5%. Dit zal naar verwachting bijdragen aan het beteugelen van de inflatieverwachtingen, zeker nu de economische groei wat afzwakt. De voorlopige raming van de Chinese inkoopmanagersindex voor september gaf echter aan dat de bedrijvigheid in de Chinese industrie verder aantrekt.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren

BBP-groei (%)	2011	2012	2013e	2014e	3M interbank rente	13/09/2013	20/09/2013	+3M	+12M	2013e	2014e
Verenigde Staten	1.8	2.8	1.7	3.2	Verenigde Staten	0.25	0.25	0.3	0.3	0.3	0.5
Eurozone	1.6	-0.6	-0.5	1.3	Eurozone	0.22	0.22	0.2	0.2	0.2	0.4
Japan	-0.6	2.0	1.9	2.1	Japan	0.23	0.23	0.2	0.2	0.2	0.2
Verenigd Koninkrijk	1.1	0.2	0.5	1.8	Verenigd Koninkrijk	0.52	0.52	0.6	0.6	0.6	0.6
China	9.3	7.7	7.5	8.0							
Nederland	1.0	-1.3	-1.1	0.4							
Wereld	3.9	3.0	2.8	3.8							
Inflatie (%)	2011	2012	2013e	2014e	10j-rente	13/09/2013	20/09/2013	+3M	+12M	2013e	2014e
Verenigde Staten	3.1	2.1	1.5	1.9	VS Treasury	2.89	2.74	3.0	3.8	3.0	4.0
Eurozone	2.7	2.5	1.4	1.1	Duitse Bund	1.97	1.95	1.8	2.4	1.8	2.6
Japan	-0.3	0.0	-0.2	0.6	Euro sw ap rente	2.23	2.22	2.1	2.7	2.1	2.8
Verenigd Koninkrijk	4.5	2.8	2.7	2.0	Japans overheidspapier	0.71	0.69	0.7	0.8	0.7	0.9
China	5.4	2.7	3.0	3.6	VK giits	2.91	2.92	2.3	3.0	2.3	3.2
Nederland	2.3	2.5	2.9	1.6							
Wereld	4.9	4.0	3.9	3.9							
Beleidsrente	20/09/2013	+3M	2013e	2014e	Wisselkoersen	13/09/2013	20/09/2013	+3M	+12M	2013e	2014e
Federal Reserve	0.25	0.25	0.25	0.25	EUR/USD	1.33	1.35	1.20	1.10	1.20	1.10
ECB	0.50	0.50	0.50	0.50	USD/JPY	99.4	99.3	110	118	110	120
Bank of Japan	0.10	0.10	0.10	0.10	GBP/USD	1.59	1.60	1.45	1.36	1.45	1.38
Bank of England	0.50	0.50	0.50	0.50	EUR/GBP	0.84	0.84	0.83	0.81	0.83	0.80
People's Bank of China	6.00	6.00	6.00	6.00	USD/CNY	6.12	6.12	6.05	5.85	6.05	5.80

Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau.

The Big Picture

In de kantlijn van Prinsjesdag

In deze publicatie bespreken we doorgaans de mondiale economie omdat die leidend is voor financiële markten en deze publicatie zich daarop richt. Maar na Prinsjesdag maak ik graag een keer een uitzondering. De kranten en radio- en televisie-uitzendingen hebben de miljoenennota uiteraard al in detail behandeld. Ik wil me hier beperken tot een paar observaties in de kantlijn.

De Nederlandse economie heeft het de laatste jaren heel teleurstellend gedaan. Niet alleen heeft onze economie in acht van de laatste negen kwartalen negatieve groei gerealiseerd, maar wat vooral opvalt, is dat wij het daarmee veel slechter doen dan de landen waarmee we ons zouden willen vergelijken. Over de periode 2009 tot en met 2013 krimpt de Nederlandse economie met zo'n 3%, terwijl België en Frankrijk per saldo min of meer stagneren en Duitsland zo'n 3% groei bereikt.

Die teleurstellende ontwikkeling ligt niet alleen aan de bezuinigingen van de overheid van de laatste jaren. Die zijn bij ons immers niet zoveel meer omvangrijk geweest dan bijvoorbeeld in België en Frankrijk.

Waar we ons wel in onderscheiden, is onze huizenmarkt. Onze huizenprijzen zijn zo'n 20% gedaald. Dat is in België en Frankrijk niet of in veel mindere mate gebeurd en in Duitsland zijn de huizenprijzen de laatste jaren gestegen al waren die wel een jaar of twintig onveranderd gebleven toen bij ons juist sprake was van huisprijsstijgingen. De malaise op de huizenmarkt heeft de vermogenspositie van gezinnen aangetast. Verder heeft die malaise geleid tot een forse daling van de woningbouw. Over de periode 2009 tot en met 2013 is de woningbouw met meer dan 30% gedaald terwijl die bij in Duitsland juist 10% is gestegen.

Een ander onderscheid wordt gevormd door de pensioenen. De lage rente heeft de dekkingsgraden doen dalen waarop is gereageerd met premieverhogingen en vermindering van pensioenuitkeringen en -rechten. Ook dit is ten koste van het besteedbaar inkomen gegaan, terwijl in de landen om ons heen dergelijke ontwikkelingen zich niet hebben voorgedaan. De sombere situatie vindt haar weerslag in het consumentenvertrouwen dat in ons land heel laag is. Het is tegen deze achtergrond des te opmerkelijk dat ons volk erg hoog scoort in het onlangs verschenen *World Happiness Report 2013*: op de vierde (!) plaats, achter Denemarken, Noorwegen en Zwitserland. De VS scoorde op deze lijst 17e,

België 21e en Duitsland 26e. We zijn voor ons doen dus buitengewoon somber, maar in internationaal perspectief zijn we nog altijd extreem gelukkig. Grappig, toch?

Een ander opvallende waarneming houdt verband met politieke onvrede. Het huidige kabinet is weinig populair en de coalitiepartijen staan in de opiniepeilingen op ongekende verliezen. Toch zijn er de laatste tijd diverse belangrijke, breed gesteunde akkoorden gesloten: het woonakkoord, het zorgakkoord, het sociaal akkoord, het energieakkoord en het onderwijsakkoord terwijl nog wordt gesproken over een nieuw pensioenakkoord. Hoewel deze akkoorden niet in een klap al onze problemen oplossen, worden hiermee wel belangrijke stappen gezet in onvermijdelijke en noodzakelijke hervormingsprocessen.

Het ziet er dus naar uit dat er enerzijds grote onvrede is, maar dat er tegelijkertijd een brede consensus kan worden bereikt ten aanzien van een groot aantal belangrijke onderwerpen. De politieke situatie is daarbij uiterst interessant. De coalitiepartners incasseren in de opiniepeilingen zulke grote verliezen dat een val van het kabinet, gevolgd door verkiezingen voor beide partijen voorlopig weinig aantrekkelijk is. Zo zijn ze tot elkaar veroordeeld. Bovendien heeft de coalitie geen meerderheid in de Eerste Kamer waardoor steun moet worden gevonden bij de oppositie. Aangezien het niet voor de hand ligt die te zoeken bij de PVV of de SP, komen vooral het CDA en D'66 in beeld (naast ChristenUnie en de SGP). Die partijen zien waarschijnlijk evenmin halsreikend uit naar een politieke aardverschuiving, leidend tot een situatie met de PVV en de SP als de twee grootste partijen. Bovendien zijn ze zich bewust van hun huidige sterke positie. Zodoende zijn ook CDA en D'66, alle retoriek ten spijt, bereid om zaken te doen. Zo ontstaat een situatie van een soort impliciete gedoogconstructie op brede basis waardoor een meerderheid in het parlement bereid lijkt een aantal belangrijke hervormingen ter hand te nemen.

Markten verrast door nietsdoen Fed

Het besluit van de Fed om géén begin te maken met het afbouwen van haar obligatieaankopen heeft de markten verrast en werpt enkele belangrijke vragen op. Ondanks alle opwinding geloven we niet dat er veel veranderd is. Ja, we zaten er deze keer naast, maar dát er wordt afgebouwd is zeker. De vraag is alleen wanneer, en daarbij maakt drie maanden eerder of later weinig uit.

Drie vragen

Het besluit van de Fed om niet nu al af te bouwen, terwijl de meeste marktpartijen daar wel van uitgingen, werpt drie vragen op. Eén: waarom heeft de Fed dit besluit genomen? Twee: waarom heeft ze de markten er niet op voorbereid? En drie: wat zijn de gevolgen?

Er zijn verschillende redenen te bedenken voor de beslissing om obligaties voorlopig te blijven aankopen in het huidige tempo van USD 85 miljard per maand. De verklaring die de Fed zelf geeft, snijdt zeker hout: de economie trekt weliswaar aan, maar het herstel is broos, omdat de werkloosheid hoog blijft en er slechts weinig nieuwe banen bijkomen. Bovendien komt binnenkort het schuldenplafond weer op de politieke agenda, met mogelijk verdere overheidsbezuinigingen tot gevolg. Omdat de economie zo kwetsbaar is, zouden nieuwe bezuinigingen in combinatie met vermindering van de obligatieaankopen wel eens te veel kunnen zijn. Het leek de Fed daarom verstandig te wachten totdat de kwestie rond het schuldenplafond is opgelost: een alleszins redelijk standpunt. Bovendien heeft de Fed waarschijnlijk een risicoanalyse uitgevoerd en geconcludeerd dat het inflatierisico minimaal is, wat ik van harte onderschrijf. Een paar andere zaken werden niet genoemd, maar zouden op de achtergrond wel degelijk meegespeeld kunnen hebben. Sinds begin mei is bijvoorbeeld de obligatierente gestegen en dat is duidelijk van grote invloed op de hypotheekaanvragen. Hoewel het verband met de woningverkoop niet erg sterk is, is de Fed misschien bang dat de stijgende kredietkosten het herstel ondermijnen en heeft zij daarom besloten te wachten. Wat er vervolgens in het buitenland en op de financiële markten gebeurt, is niet haar verantwoordelijkheid. Maar toch, de problemen die zich in veel opkomende economieën voordoen sinds de Fed in mei voor het eerst over afbouwen begon, kunnen er ook toe hebben bijgedragen dat men de zaak nog even aankijkt. Het zijn allemaal argumenten die mij redelijk in de oren klinken, maar die de Fed volgens mij even goed had kunnen negeren.

Een mogelijke verklaring die mij niet aanspreekt, is dat de Fed iets (ongunstigs) weet over de economie wat anderen niet weten. Zijn er misschien problemen voor de economie of het bankwezen op komst die de Fed angst aanjagen? Het lijkt me onwaarschijnlijk, maar ik kan het ook niet helemaal uitsluiten, omdat ik nu eenmaal niet kan weten wat ik niet weet. Uit de FDIC-cijfers blijkt dat de Amerikaanse banken hun kapitaalpositie de laatste jaren aanzienlijk verbeterd hebben en gezond zijn. Dat dit zo is, en dat de economie zich herstelt, blijkt ook uit de Senior Loan Officer Opinion Survey van de Fed. Bovendien gaat het met vele economische indicatoren de goede kant op. Daar kom ik hieronder op terug.

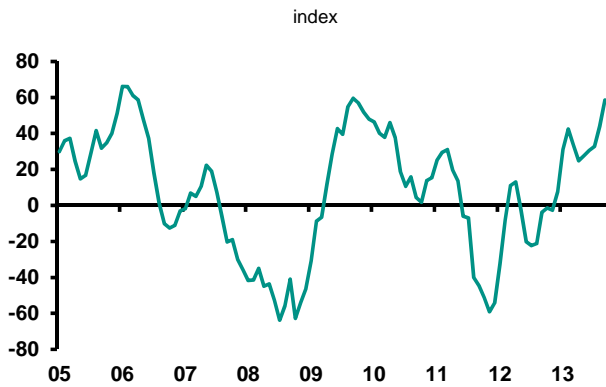
De tweede vraag is waarom de Fed de markten verrast heeft. Centrale banken die de financiële markten verrassen, dat is al lang 'uit de mode'. De Fed kent juist een sterke traditie van 'marktvoorbereiding' op haar besluiten. Als ze zich aan deze traditie had gehouden, zouden Fed-functionarissen in de weken voor de FOMC-vergadering de markten 'gemasseerd' hebben om de verwachting weg te nemen dat in september afgebouwd zou worden. Eén reden dat ze dat niet hebben gedaan, zou kunnen zijn dat je mensen niet op goed nieuws hoeft voor te bereiden (ervan uitgaand dat dit uitstel goed nieuws is). Het lijkt mij echter waarschijnlijker dat het besluit met een krappe meerderheid is genomen en dat pas tijdens de vergadering overeenstemming werd bereikt.

De derde vraag is wat dit alles voor de markten betekent. Ik denk dat het uiteindelijk niet veel uitmaakt. Op enig moment, en dat moment kan niet ver meer zijn, moet de Fed een begin maken met de normalisering van de rente. Zij heeft de markt wat meer tijd gegeven om aan het idee te wennen en benadrukt hiermee misschien ook dat ze geen haast heeft en dat het risico van een snel en ingrijpend normaliseringsproces dus klein is.

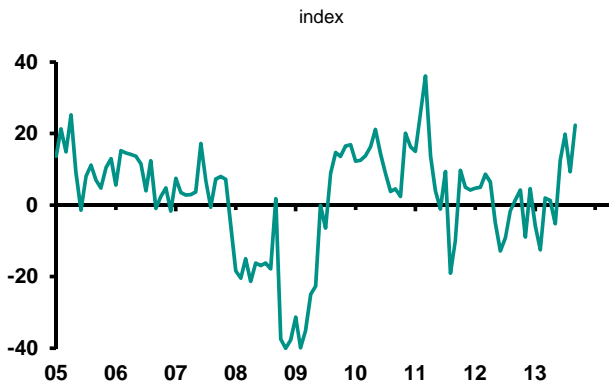
Eén punt zit me dwars: volgens de prognoses van de Fed moet de Fed funds rate eind 2016, als de werkgelegenheid zich volledig hersteld heeft, ongeveer 2% bedragen. De Fed moet er wel erg sterk van overtuigd zijn dat inflatie geen gevaar vormt om de funds rate op dat moment zo ver onder de neutrale waarde (van minstens 3% of zelfs 4%, lijkt ons) te laten.

Er is beslist iets gaande

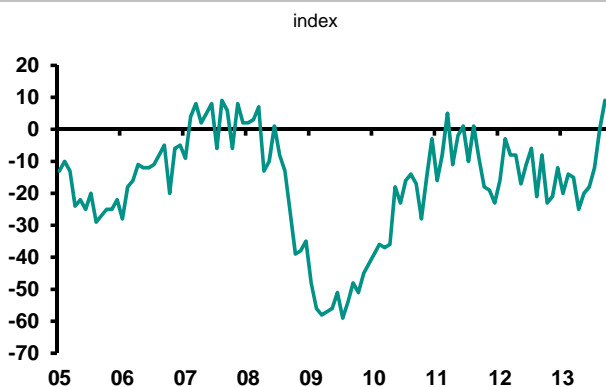
Al waren de recente cijfers niet altijd even goed, het beeld dat eruit naar voren komt is duidelijk: het ondernemersvertrouwen neemt sterk toe. De ZEW-indices die meten hoe analisten over de economie van Duitsland en de eurozone denken, zijn in september fors gestegen. Vorige week zijn twee belangrijke regionale indices voor het Amerikaanse ondernemersvertrouwen gepubliceerd. De eerste, de Empire State-index voor de regio van de Federal Reserve Board van New York, is in september licht gedaald: niet echt bijzonder dus. Maar de Philly Fed-index (meet ondernemersvertrouwen in de regio rond Philadelphia) in september omhoog geschoten, naar de hoogste stand in jaren, en bevestigt daarmee een trend die we in soortgelijke indices elders in de wereld zien. Ook de Britse economie lijkt opeens het juiste spoor gevonden te hebben. De huizenprijzen zijn er opnieuw gestegen, maar het opvallendst is de uitslag van een enquête van de Britse werkgeversorganisatie CBI over orderportefeuilles van bedrijven, waaruit blijkt dat het aantal orders snel toeneemt. Het cijfer voor september was zelfs het hoogste sinds 1995!

Eurozone: ZEW sentimentsindex

Bron: Bloomberg

VS: Philly Fed index

Bron: Bloomberg

VK: Industriële orders index

Bron: Bloomberg

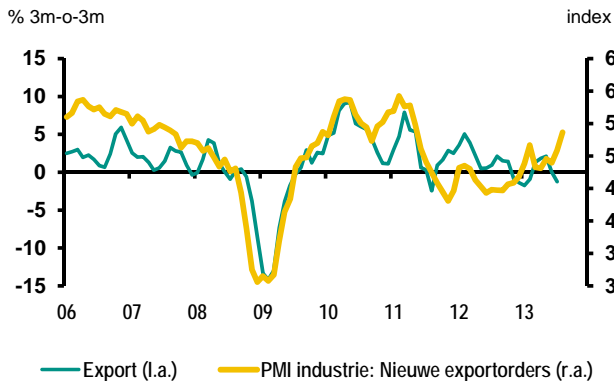
De opvallende stijging van vele stemmingsbarometers die we de laatste tijd zien, is in de harde cijfers nog niet terug te vinden. En natuurlijk moet de stemming wel goed blijven en liefst nog beter worden. Wij verwachten dat de harde cijfers de vertrouwensindices binnenkort zullen bevestigen. Als dat gebeurt, zal de Fed volgens ons vóór het einde van het jaar

overgaan tot afbouw van haar aankoopprogramma. Het klimaat is dan gunstig voor meer risicovolle beleggingen. In het andere geval vallen de harde cijfers tegen en neemt het vertrouwen weer af. De Fed zou dan kunnen besluiten langer te wachten; door het slechte economische nieuws hebben beleggers waarschijnlijk geen trek in risicovolle beleggingen.

Eurozone – Economie en euro

Aline Schuiling, tel 020 343 5606
Nick Kounis, tel 020 343 5616

Export en orders

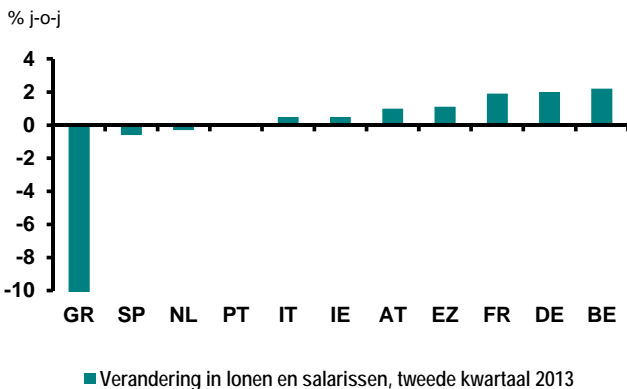


Bron: Thomson Reuters Datastream

Economie I

Naast de industriële productie (-1,5% m-o-m) ontwikkelde in juli ook de export (-1,6%) zich zwak. Omdat de import slechts 0,1% lager was, heeft de externe sector de BBP-groei aan het begin van het derde kwartaal dus gedrukt. Toch voorzien wij voor de komende maanden een herstel van de productie en de export (de subindex nieuwe exportorders van de PMI voor de verwerkende industrie is gestegen van 50,8 in juli naar 53,3 in augustus). Het zwakke begin van het derde kwartaal is overigens in overeenstemming met onze visie dat het economisch herstel zich in een gematigd tempo zal voltrekken. Wij denken dat de groei in iets zal vertragen ten opzichte van het tweede kwartaal toen deze 0,3% k-o-k bedroeg onder invloed van de inhaalslag na de uitzonderlijk koude winter. Duitsland blijft het aanzienlijk beter doen de eurozone als geheel: de ZEW-indicator van het economisch sentiment steeg verder van 42,0 in augustus naar 49,6 in september, ruim boven het langetermijngemiddelde van 24.

Lonen en salarissen in geselecteerde landen

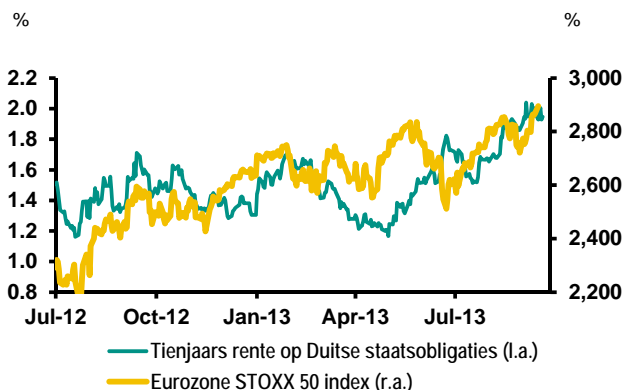


Bron: Thomson Reuters Datastream

Economie II

Eurostat publiceerde vorige week cijfers voor de arbeidskosten. De stijging is afgenomen van 1,7% j-o-j in het eerste kwartaal naar 0,9% in het tweede. De lonen en salarissen stegen met 1,1% j-o-j (K1: +1,8%) en de overige arbeidskosten (hoofdzakelijk werkgeversbijdrage aan sociale lasten) waren 0,1% hoger (K1: +1,4%). In de meeste perifere landen van de eurozone daalden de lonen en salarissen nog ten opzichte van een jaar geleden maar in sommige landen ging dit wel minder hard. Zo waren de lonen in Portugal ongeveer 7% j-o-j lager in de tweede helft van 2012 maar bleven ze vrijwel gelijk in het tweede kwartaal van dit jaar. In Spanje nam het tempo af van circa -4% j-o-j eind 2012 naar ongeveer -1% nu. In Griekenland daalden de lonen in een onverminderd fors tempo (met 10% j-o-j in het eerste kwartaal, het meest recente cijfer). De loongroei was binnen de eurozone het sterkst in de kernlanden België, Duitsland en Frankrijk. Nederland is hier de uitzondering met een daling van 0,3% j-o-j.

10-jaars rente Bunds en aandelenkoersen



Bron: Thomson Reuters Datastream

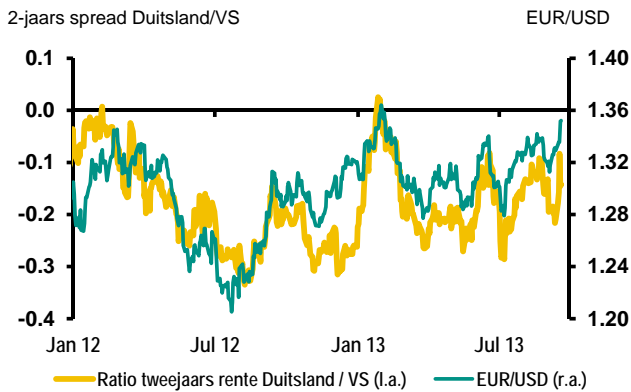
Rente

Duitse Bunds profiteerden van het verrassende besluit van de Fed om nog niet over te gaan tot afbouw van haar obligatieaankopen maar wel in mindere mate dan Amerikaanse Treasuries. De rente op 10-jaars Bunds daalde op donderdag met bijna 8 bp toen beleggers massaal hun heil zochten in risicovollere alternatieven. Het positieve sentiment was echter van korte duur. Op vrijdag sloeg de stemming om en liep de Duitse 10-jaars rente weer op om de week per saldo 2bp lager te sluiten. Wij denken dat de rente de rest van het jaar rond het huidige niveau blijft schommelen, omdat de ECB vermoedelijk een verruimingsgezinde koers blijft varen en de economie zich slechts in een bescheiden tempo herstelt. Naarmate volgend jaar de economie aan kracht wint, zal de rente waarschijnlijk sterker oplopen. Omdat de economische situatie in de eurozone aanzienlijk zwakker blijft dan in de VS en de markten waarschijnlijk een renteverhoging in de VS eerder gaan inprijzen dan in de eurozone, zal de 10-jaars spread tussen Duitsland en de VS toenemen.

Eurozone – Valuta's

Georgette Boele (FX), tel: 020 629 7789

EUR/USD en 2-jaars spread Duitsland/VS



Bron: Bloomberg

EUR/USD

De financiële markten verwelcomden de beslissing van de Fed om monetaire verruiming nog niet te verminderen. Wel kwam de dollar onder zware druk, ook tegenover de euro. Doordat de rente in de VS daalde, werd het renteververschil tussen Duitsland en de VS groter en steeg de EUR/USD scherp tot boven 1,35. De markt beschouwt de koers van de Fed als gunstig voor de groei en de liquiditeit; de stemming bleef dan ook positief. Als de financiële markten zich zorgen gaan maken over de Amerikaanse economie, ebt de toegenomen risicobereidheid weer weg. Maar als de macrocijfers in de VS in positieve zin verrassen, dan kan de vrees ontstaan dat de Fed achter de curve aan loopt. Kortom, onzekerheid blijft troef op de financiële markten en dit zal de risicobereidheid vermoedelijk beperken. Op de korte termijn blijft de USD waarschijnlijk onder druk omdat het beleid van de Fed als verruimingsgezinder wordt ervaren dan dat van de ECB. De kans dat onze prognose voor de EUR/USD van 1,20 eind dit jaar wordt gehaald, is afgenomen. Maar dit is uitstel, geen afstel.

GBP/USD



Bron: Bloomberg

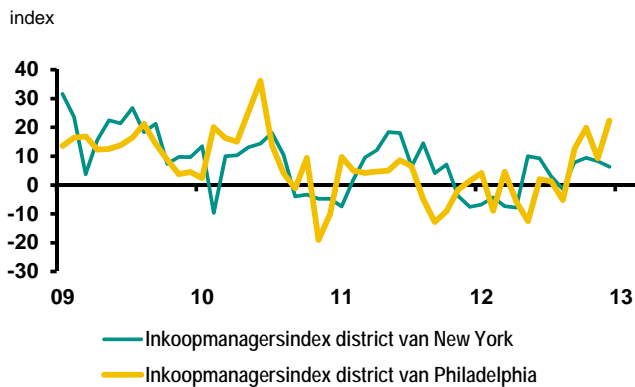
GBP

Het grootste deel van de week bewoog de EUR/GBP zich tussen 0.8360 en 0.8410. Enerzijds verbeterde het sentiment voor het VK verder maar anderzijds gaf het beter dan verwachte rapport van het Duitse ZEW de euro een steun in de rug. Het pond begon de week zwak tegenover de dollar. De wisselende inflatiecijfers op dinsdag gaven geen richting aan het GBP. Op woensdag ging de GBP/USD echter omhoog doordat de markt pessimistischer werd over de USD in de aanloop naar de Fed-vergadering; het onverwachte besluit van de Fed drukte de koers van de dollar vervolgens verder. Aan de stijging van de GBP/USD kwam op donderdag een einde na de publicatie van tegenvallende detailhandelscijfers (incl. auto's) voor augustus: -0,9% m-o-m (juli: +1,1%) terwijl +0,4% werd verwacht. Hierdoor kwam ook de EUR/GBP boven 0,8430 maar wij geloven nog steeds in een redelijk sterk pond tegenover de euro. De Britse economie zal het immers beter doen dan die van de eurozone. Wij handhaven onze prognose voor eind september van EUR/GBP op 0,83.

VS

Peter de Bruin, tel 020 343 5619

Regionale inkoopmanagersindices



Bron: Thomson Reuters Datastream

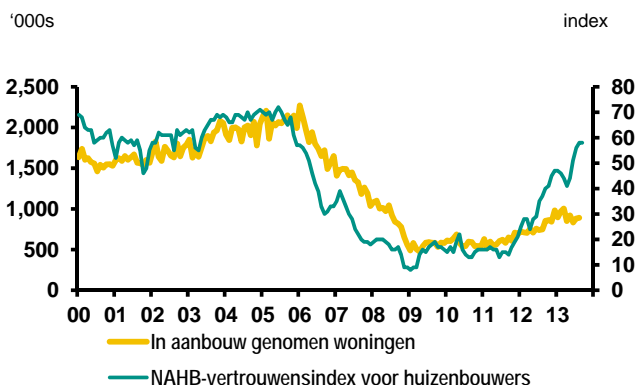
Economie I

De cijfers van de afgelopen week suggereren dat de economische groei de komende maanden zal aantrekken. Zo steeg de inkoopmanagersindex van het district van Philadelphia van 9,3 naar 22,3 in september, al moet gezegd worden dat de inkoopmanagersindex van het district van New York licht daalde. Bovendien groeide de verwerkende industrie met 0,7% in augustus. Al deze cijfers sluiten aan bij onze visie dat de binnenlandse finale vraag sneller gaat groeien, voornamelijk door een toename van de consumptiegroei. Dit komt op haar beurt weer doordat de invloed van de belastingverhogingen van het begin van dit jaar zullen afnemen en het herstel op de arbeidsmarkt sterker zal worden. Wel is waar stegen de uitkeringsaanvragen stegen in de week t/m 14 sept. van 294.000 naar 309.000, maar dit was minder dan verwacht. Bovendien is de trend, hoewel de cijfers momenteel iets minder nauwkeurig zijn doordat een aantal staten bezig is met het wegwerken van een achterstand van aanvragen als gevolg van IT-problemen, duidelijk neerwaarts.

Economie II

Ook de woningmarkt zorgde voor positieve cijfers. De verkoop van bestaande woningen steeg in augustus met 1,7%, na een groei van 6,5% in juli, en bereikte het hoogste niveau in 6,5 jaar. Vooral relevant is dat het hogere verkooptempo in augustus impliceert dat de totale voorraad, ondanks een toename met 0,45 miljoen naar 2,25 miljoen, in slechts 4,9 maanden verkocht kan worden. Dit ligt ruim onder de grens van 8 maanden waaronder huizenprijzen in het verleden altijd zijn gaan stijgen en geeft aan dat de prijzen de komende tijd verder omhoog gaan. Verder steeg het aantal in aanbouw genomen woningen in augustus met 0,9%, na een toename van 5,7% in juli. Dit was echter niet heel indrukwekkend, gegeven de forse daling met 9,1% in juni. Toch bleef de NAHB-vertrouwensindex voor huizenbouwers, die meestal meebeweegt met het aantal in aanbouw genomen woningen, in september stabiel op 58, het hoogste niveau sinds november 2005. Dit alles wijst erop dat de recente rentestijging het herstel van de woningmarkt niet al te sterk heeft geremd. Wat overeen stemt met ons basisscenario.

In aanbouw genomen woningen en NAHB vertrouwensindex voor huizenbouwers



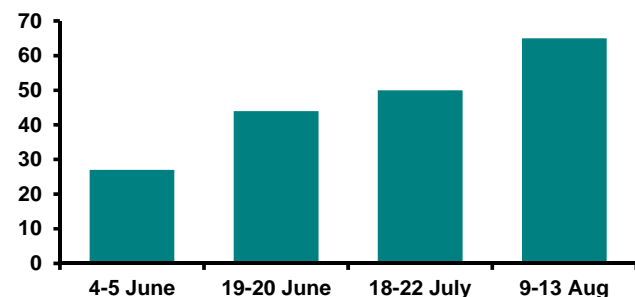
Bron: Thomson Reuters Datastream

Fed I

De Fed heeft de omvang van haar obligatieaankoopprogramma's ongewijzigd gelaten op USD 85 mld per maand. In brede kring was gerekend op een bescheiden verlaging. De Fed wil echter eerst bewijs zien dat het economisch herstel duurzaam is, met name na de recente rentestijging. De FOMC-leden zijn voorts bang dat bezuinigingen mogelijk de groeivoorzichten te sterk zullen aantasten terwijl de komende discussie over de verhoging van het kredietplafond een extra negatief risico voor de economische groei vormt. Ben Bernanke leek er tevens minder van overtuigd te zijn dat de Fed in de komende maanden overgaat tot afbouw van de kwantitatieve verruiming. Er is geen "vast tijdschema" en een daling van de werkloosheid tot 7%, zoals in juni nog aangegeven, is geen "magisch cijfer". Wij denken dat de economische groei in de rest van het jaar zal versnellen, waardoor de Fed vermoedelijk in december zal besluiten om haar stimuleringsprogramma's te gaan afbouwen.

Bloomberg enquête onder economen

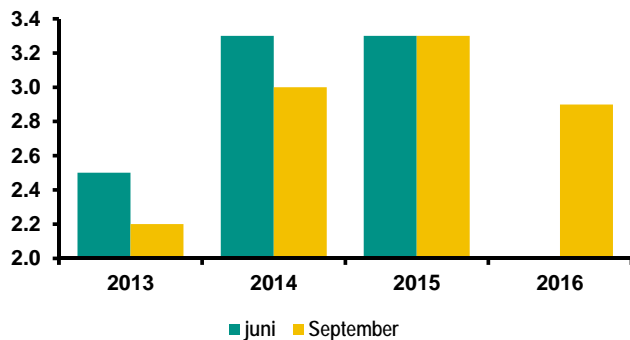
% dat afbouw obligatieaankopen verwachtte in september



Bron: Thomson Reuters Datastream

Prognose van FOMC voor BBP-groei

% j-o-j in het vierde kwartaal

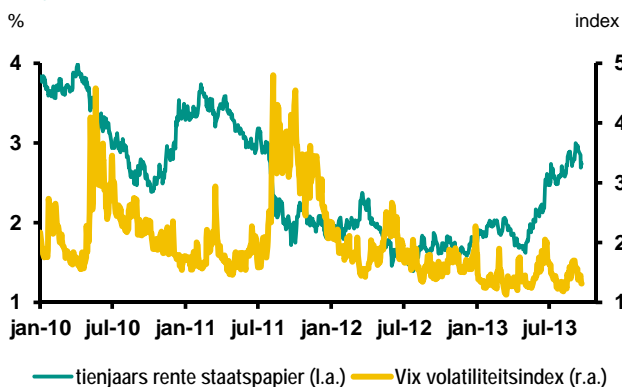


Bron: Federal Reserve

Fed II

De FOMC-leden hebben tevens hun prognose van de economische groei verlaagd van 2,5% naar 2,2% in 2013 en van 3,3% naar 3,0% in 2014. Opmerkelijk is dat de eerste indicatie voor 2016 ligt op een economische groei met een middenpunt van 2,9% en een werkloosheid van 5,7% (in de buurt van het evenwichtspercentage over de langere termijn). In theorie zou het monetair beleid neutraal moeten zijn, met een beleidsrente van 4%, wanneer de werkloosheid dit niveau bereikt. Volgens de raming van de FOMC-leden bedraagt de beleidsrente eind 2016 slechts 2%. De Fed wil het monetaire beleid dus ruimer houden dan wat gebruikelijk is nu de economie zich herstelt van de diepste recessie sinds de Tweede Wereldoorlog. Omdat de inflatie gematigd is, is dit vooralsnog geen probleem. De onbenutte capaciteit in de economie is volgens ons echter geringer dan de Fed denkt. Dit verklaart waarom wij meer rentestappen verwachten dan de Fed, namelijk 7 verhogingen van 25 bp in 2015, te beginnen in het eerste kwartaal.

10-jaars rente Treasuries en Vix-volatiliteitsindex



Bron: Thomson Reuters Datastream

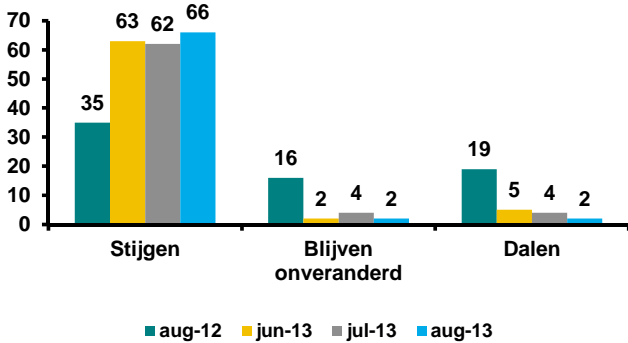
Rente

Amerikaanse staatsobligaties hebben een goede week met sterke prijsstijgingen achter de rug. Aan het begin van de week bewoog de rente ongeveer zijwaarts, maar het onverwachte nieuws dat de Fed de aankoopprogramma's nog niet gaat afbouwen leidde tot een sterke daling van de lange rente. In de tweede helft van de week liep de lange rente weer iets op, mede door meevallende aanvragen van werkloosheidsuitkeringen, maar dit kon niet voorkomen dat de week 15 bp lager werd afgesloten op 2,74%. Het besluit van de Fed heeft de vooruitzichten voor de lange rente volgens ons niet drastisch veranderd. Wij gaan er immers vanuit dat een versnelling van de economie voor de Fed reden zal zijn om de inkoopprogramma's als nog in december te gaan afbouwen. Wij denken daarom nog steeds dat de 10-jaarsrente zal stijgen naar 3% aan het einde van dit jaar. Bovendien maken een verdere groeiversnelling en de nadering van de eerste rentestap in het eerste kwartaal een verdere stijging van de 10-jaars rente naar 4% per eind 2014 mogelijk.

Azië

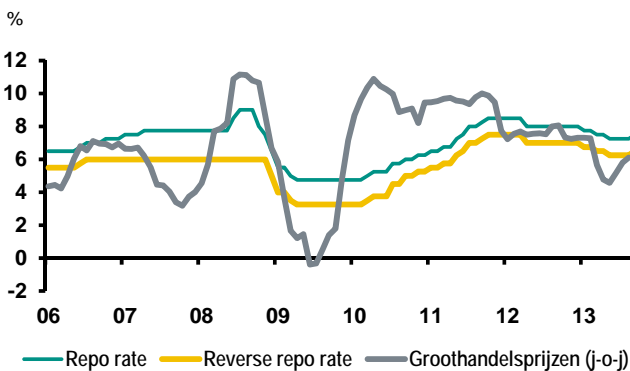
China: vastgoedprijzen

Aantal steden (prijsmutatie op maandbasis)



Bron: Thomson Reuters Datastream

India: rente en inflatie



Bron: Thomson Reuters Datastream

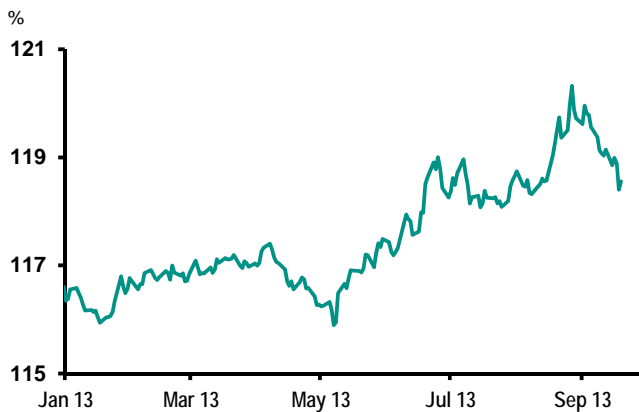
Maritza Cabezas, tel 020 343 5618
Roy Wellington Teo (FX), tel. +65 65 978 616

China

De huizenprijzen zijn in augustus sterk gestegen. Een index voor 70 steden gaf aan dat de prijzen van nieuwe woningen in 66 steden zijn gestegen, in 2 steden zijn gedaald en in 2 gelijk zijn gebleven. De prijsstijging bedroeg gemiddeld 18-20% j-o-j in steden van de eerste categorie, tegen 7-10% in de tweede categorie en slechts 6% in de derde. De grootste stijging (19,3%) vond in Beijing plaats. Al drie jaar proberen de Chinese autoriteiten met restrictieve maatregelen een vastgoedgeepbel te voorkomen. De verplichte aanbetalingen en vastgoedbelastingen zijn in bepaalde steden verhoogd en het huizenbezit is beperkt. De excessen op de vastgoedmarkt houden deels verband met de restricties op de uitstroom van kapitaal. Het afgelopen jaar is de liberalisatie van de kapitaalrekening echter via kleinschalige initiatieven versneld en we verwachten dat deze trend aanhoudt. De voorlopige PMI van HSBC liep op van 50,1 naar 51,2; vooral de componenten nieuwe orders, productie en exportorders verbeterden. De groei is in K3 krachtig, zodat de doelstelling van 7,5% j-o-j in 2013 gemakkelijk gehaald wordt.

India

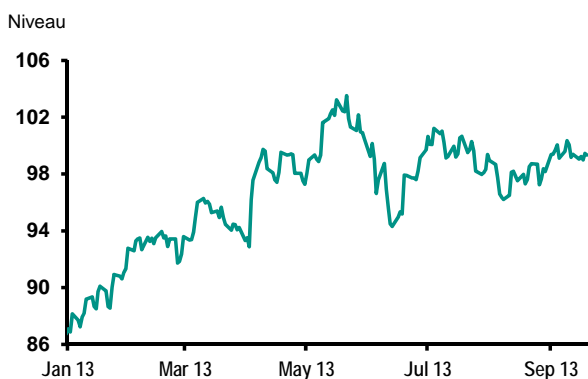
De Reserve Bank of India (RBI) hield haar beleidsvergadering na die van de Fed en kondigde onverwacht een renteverhoging met 25 bp naar 7,5% aan. Dit besluit werd gerechtvaardigd door bezorgdheid over de detailhandelsprijsinflatie. Die bleef circa 9,5% en drukt het consumentenvertrouwen. De groothandelsprijsinflatie bedroeg 6,1% j-o-j in augustus tegen 5,8% de maand ervoor. Tevens besloot de RBI enkele restrictieve maatregelen terug te draaien. Zo werd het tarief van de Marginal Standing Facility met 75 bp verlaagd tot 9,5%. Het kasreservepercentage bleef ongewijzigd. Lagere kortlopende banktarieven bieden naar verwachting steun aan de bancaire kredietverlening. Voorts gaf de RBI aan dat zij de komende tijd naar verdere beleidsnormalisatie streeft. Het is nu aan de overheid om verder te bezuinigen en het tekort op de lopende rekening te verminderen. Monetair maatregelen vormen deel van de oplossing maar ingrijpende hervormingen zijn nodig om de verwachte afbouw van monetaire stimulering door de Fed het hoofd te bieden.

USD/index Aziatische valuta's

Bron: Bloomberg

Aziatische valuta (excl JPY)

Aziatische valuta's zaten vorige week duidelijk in de lift tegenover de dollar, doordat beleggers op zoek gingen naar hoger rendement. Door hun sterke underperformance in de afgelopen maanden behoorden de Indonesische roepia (IDR), de Indiase rupie (INR) en de Thaise baht (THB) tot de uitblinkers. Op vrijdag gingen de koersen door winstneming echter weer naar beneden. De INR daalde in waarde na de verrassende renteverhoging door de Indiase centrale bank (RBI) om de inflatie te beteugelen. De markt maakte zich zorgen dat dit ten koste van de economische groei zou gaan. Nadat RBI-president Rajan had verklaard er alle vertrouwen in te hebben dat het tekort op de lopende rekening gefinancierd kan worden zonder al teveel beroep op de reserves te doen en dat de verlaging van de rente van de Marginal Standing Facility de groei zal stimuleren, herstelde de INR zich. De IDR moest de eerdere winst grotendeels weer inleveren na de mededeling van de centrale bank dat de waarde van de munt niet te ver mag oplopen. De Chinese yuan blijft onze favoriete munt vanwege de bestendigheid tegen externe schokken en de aantrekkelijke waardering.

USD/JPY

Bron: Bloomberg

USD/JPY

De yen won terrein en de USD/JPY daalde tot onder 98. De opmars van de yen was echter van korte duur, omdat de risicobereidheid op de financiële markten verbeterde en hierdoor de vraag naar veilige valuta's zoals de JPY afnam. Het renteverskil tussen de VS en Japan werd groter onder invloed van de toegenomen verwachting dat de BoJ haar monetaire beleid verder zal verruimen om de economie te steunen als de btw in april 2014 wordt verhoogd. Hierdoor kwam de USD/JPY weer boven 99. Wij denken dat de BoJ, als premier Abe begin volgende maand bekendmaakt dat de geplande btw-verhoging doorgaat, de noodzakelijke maatregelen zal nemen om te waarborgen dat de economische groei in stand blijft en dat de inflatiedoelstelling wordt gehaald. Op de wat langere termijn moet door een combinatie van verdere monetaire stimulering in Japan en vermindering van de obligatieaankoopprogramma's in de VS het renteverskil tussen de VS en Japan toenemen en zal de USD/JPY zich richting onze prognose van 110 eind 2013 bewegen.

Ontdek Insights

Eén website waar u al onze macro-economische en sector kennis terugvindt. Insights gaat dieper op de economie en uw sector in, zodat u altijd op de hoogte bent van alle ontwikkelingen binnen uw sector - <http://insights.abnamro.nl>

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

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

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

Voordat u in enig product van ABN AMRO investeert, dient u zich te informeren over de verschillende financiële en andere risico's, alsmede mogelijke beperkingen voor u en uw investeringen als gevolg van toepasselijke wetgeving en regels. Indien u, na lezing van dit document, overweegt een investering te doen in een product, raadt ABN AMRO aan om een dergelijke investering met uw relatie manager 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

Verklaring gebruikte termen en afkortingen/ land- en muntcodes

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

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