

30 augustus 2018

Marijke Zewuster
Hoofd Opkomende Markten

Tel: +31 (0)20 383 0518

 marijke.zewuster@nl.abnamro.com

Georgette Boele
Senior FX Strategist

Tel. +31 20 629 7789

 Georgette.boele@nl.abnamro.com

Kwetsbaar, maar geen Turkije

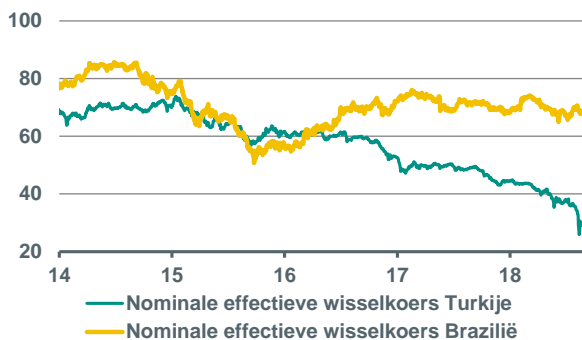
- **Brazilië** kampt met tegenwind uit binnen- en buitenland.
- **Sterke externe positie** zorgt dat Brazilië niet Turkije achterna gaat.
- **Cijfers voor mei** beïnvloed door staking vrachtwagenchauffeurs ...
- **In juni** trok economische groei weer aan.
- **We handhaven** groeiraming op 1,5% voor 2018 en 2,5% voor 2019
- **Risico** is dat hogere inflatie en volatiliteit van real centrale bank mogelijk al snel tot renteverhoging dwingen.

Tegenwind uit binnen- en buitenland

De normalisatie van het monetaire beleid in de VS, de vrees voor groeiend protectionisme en (geo)politieke spanningen hebben in de afgelopen maanden aanzienlijke onrust op de opkomende markten veroorzaakt. Door de vlucht naar minder risicovolle activa is ook de Braziliaanse real sterk gedaald. Dit alles werd versterkt door de recente valutacrisis in Turkije, maar toenemende angst voor een ondernemersonvriendelijke uitkomst van de verkiezingen in oktober speelt de real ook parten. Ook de CDS- en obligatiespreads liepen verder op. De politieke situatie blijft onzeker. Over minder dan twee maanden wordt een nieuwe president gekozen, maar de uitslag is onvoorspelbaar.

Real staat minder onder druk dan lira

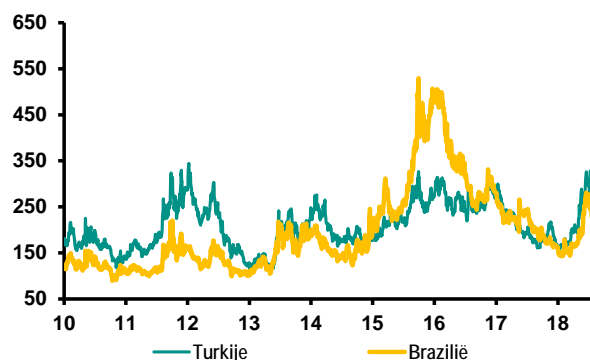
Nominale effectieve wisselkoers



Bron: BIS, Bloomberg

Braziliaanse CDS-spreads stijgen minder dan Turkse

index



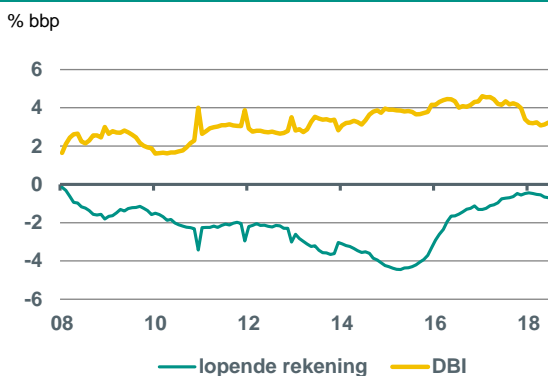
Bron: Bloomberg

Toch is Brazilië naar onze mening minder kwetsbaar dan Turkije voor een toename van de risicoaversie als gevolg van binnenlandse of internationale tegenwind. Turkije is voor de financiering van het omvangrijke tekort op de lopende rekening veel sterker afhankelijk van volatiele buitenlandse beleggingsstromen, terwijl het tekort op de lopende rekening van Brazilië klein is en de directe buitenlandse investeringen in het land vrij robuust zijn. De inflatie is ook veel lager dan in Turkije en de reële rente is hoger.

Externe situatie van Brazilië is beter dan die van Turkije

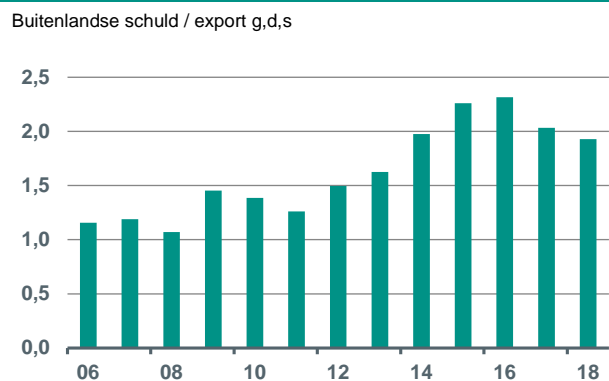
Het tekort op de Turkse lopende rekening is meer dan 5% van het bbp, terwijl Brazilië een tekort van minder dan 1% van het bbp heeft. Omdat de Braziliaanse economie in een gematigd tempo blijft groeien en de concurrentiepositie door de zwakte van de real verbetert, verwachten we dat het tekort op de lopende rekening ook volgend jaar van bescheiden omvang blijft. Belangrijk is ook dat het tekort ruimschoots gecompenseerd wordt door de directe buitenlandse investeringen (dbi). In Brazilië bedragen de directe buitenlandse investeringen meer dan 3% van het bbp tegenover minder dan 1% van het bbp in Turkije. Hierdoor is Brazilië veel minder dan Turkije afhankelijk van volatiele beleggingsstromen. Bovendien dekken de Braziliaanse valutareserves 15 maanden invoer. In het geval van Turkije is dit slechts drie maanden.

Tekort op lopende rekening is royaal gedekt door dbi



Bron: Bloomberg

Buitenlandse schuld is echter aan hoge kant



Bron: EIU

De externe positie van Brazilië heeft ook een aantal zwakke plekken. De totale buitenlandse schuld in verhouding tot de uitvoer is hoog en vergelijkbaar met het Turkse schuldniveau, namelijk 2 versus 2,1 per eind 2017. Positief is dat deze ratio in Brazilië een dalende lijn vertoont nadat in 2016 een hoogtepunt werd bereikt op 2,3. Een stijgende ratio (gedefinieerd als totale uitstaande buitenlandse schuld versus uitvoer van goederen en diensten) impliceert dat de totale schuld sneller toeneemt dan de belangrijkste bron van buitenlandse inkomsten. Net als in Turkije is het bedrijfsleven goed voor ongeveer de helft van de buitenlandse schuld. De relatief hoge schuldendienstratio is ook vergelijkbaar met die van Turkije. Toch blijft door de dalende trend van de verhouding schuld / uitvoer, het veel geringere tekort op de lopende rekening en de veel grotere valutareserves de totale externe positie van Brazilië sterk. Dit vormt een buffer tegen externe schokken.

Begrotingssituatie blijft zwakste plek

De externe positie is het sterkste punt van Brazilië, maar de begrotingspositie is zonder enige twijfel het zwakste punt. Het begrotingstekort bedraagt sinds 2015 meer dan 5% van het bbp. Zelfs als het hervormingsproces na de verkiezingen met volle kracht wordt voortgezet, dan nog blijft het tekort in de komende jaren hoog. De overheidsschuld loopt al sinds 2013 op en komt binnenkort wellicht boven 80% van het bbp. Dit steekt schril af tegen de veel lagere Turkse schuldquote van 30%. Voortmodderen op de ingeslagen weg van de hervormingen is het meest waarschijnlijke scenario na de verkiezingen. Dit is niet de meest wenselijke optie, maar het is in ieder geval beter dan een scenario waarin de hervormingen worden teruggedraaid. Door de toenemende polarisatie zal het lastig

worden om de tweederdemeerderheid te halen die vereist is voor de goedkeuring van de zeer impopulaire pensioenhervormingen. Maar om dezelfde reden zal het ook moeilijk zijn voldoende steun te vinden om reeds goedgekeurde hervormingen, zoals de 'spending gap', terug te draaien.

De vrees voor radicale veranderingen na de verkiezingen is volgens ons dan ook overtrokken. Zelfs als de presidentsverkiezingen niet door een van de centrumkandidaten worden gewonnen, dan nog zal dankzij de reeds doorgevoerde hervormingen het begrotingstekort volgens ons geleidelijk iets verbeteren. Ook als een hervormingsgezinde regering aan het bewind komt, zal het nominale overheidstekort (8% van het bbp in 2017) op de korte termijn slechts geleidelijk verminderen en loopt de overheidsschuld als percentage van het bbp verder op. Het duurt namelijk enkele jaren voordat besparingen als uitvloeisel van een hervorming van het pensioenstelsel zichtbaar worden. Op de langere termijn ziet het schuldplaatje er beter uit als een hervormingsgezinde kandidaat tot president wordt verkozen. Dit is belangrijk voor de ontwikkeling van de kredietwaardigheid van Brazilië. Hoewel de schuldquote te hoog blijft om in de komende jaren voor verlichting te zorgen, is de samenstelling van de overheidsschuld nog steeds solide. De looptijden zijn vrij lang en het betreft merendeels binnenlands schuld papier. De overheidsschuld in vreemde valuta vertegenwoordigt minder dan 10% van het bbp. Bovendien is de rente aanzienlijk gedaald; hierdoor zijn de schuldendienstverplichtingen van de overheid duidelijk afgenomen.

Selic moet binnenkort wellicht weer worden verhoogd



Bron: Bloomberg

Risico van renteverhoging neemt toe

De lagere rente is gunstig voor de schuldpositie van de overheid, maar het zal moeilijk zijn om de reële rente op het huidige lage niveau te houden als de begrotingssituatie niet sterk verbetert. De inflatie steeg in juli tot 4,5% j-o-j; dit is ook het inflatiedoel van de centrale bank. De SELIC, het belangrijkste beleidstarief van de centrale bank, bedraagt 6,5% sinds de laatste verlaging in maart. Dit houdt in dat de reële rente nog maar 2% bedraagt, het laagste niveau sinds medio 2013 toen de *taper tantrum* (de geleidelijke vermindering van de kwantitatieve verruiming door de Amerikaanse centrale bank) leidde tot een waardedaling van de real en de monetaire autoriteiten zich gedwongen zagen om aan de verruimingscyclus een einde te maken en de rente te verhogen. De schaarste die ontstond door een staking van vrachtwagenchauffeurs in mei is voor een deel debet aan de stijging van de inflatie, maar ook de zwakte van de real heeft een rol gespeeld. In ons

basisscenario gaan we ervan uit dat de inflatie gematigd blijft. De centrale bank maakt gedurende de rest van het jaar pas op de plaats en gaat ergens in de loop van volgend jaar weer een verkrappende beleidskoers varen. Als door de combinatie van binnenlandse onzekerheid en internationale spanningen de munt echter sterker en langduriger onder druk komt te staan dan we nu voorzien, grijpt de centrale bank mogelijk eerder in en zal zij de rente al in de komende maanden verhogen.

Fundamentele situatie rechtvaardigt valutazwakke niet

De Braziliaanse real heeft tot dusverre dit jaar bijna 20% verloren tegenover de Amerikaanse dollar en behoort dit jaar tot de zwakst presterende opkomende valuta's. Alleen de Argentijnse peso en de Turkse lira doen het nog slechter. De zwakte van de Braziliaanse real ging hand in hand met hogere CDS-spreads; dit is deels een afspiegeling van de verhoogde risico's op opkomende markten en houdt deels verband met de risico's rond de verkiezingen in oktober. Vorige week kwam USD/BRL boven 4,0 en de koers lijkt af te stevenen op het hoogterecord van iets minder dan 4,25 in september 2015, toen Brazilië zich midden in een crisisperiode (2014-2016) bevond. De zwakte van de real is begrijpelijk en is grotendeels te wijten aan externe factoren, maar wordt niet gerechtvaardigd door de huidige fundamentele situatie in Brazilië. In de jaren 2014-2016 stond het land er veel slechter voor. Als de verkiezingen achter de rug zijn en duidelijk is wie de nieuwe president wordt, zullen de valutamarkten volgens ons tot bedaren komen. Dit gebeurt dan bovendien op een moment dat de Amerikaanse dollar wat minder aantrekkelijk wordt en de renteverhogingen door de Amerikaanse Federal Reserve in de rest van 2018 en in 2019 al zijn ingeprijsd. Andere positieve factoren zijn de door ons verwachte stijging van de grondstoffenprijzen en een herstel van de Chinese yuan. Volgens de laatste gegevens heeft de centrale bank recentelijk de uitstaande valutaswaps niet uitgebreid, maar we denken dat zij wel hiertoe overgaat als de real verder onder druk komt te staan. Waarschijnlijk wil de centrale bank voorkomen dat USD/BRL door de grens van 4,25 breekt, want beleggers stappen dan mogelijk op grote schaal uit de real. Kortom, de real staat op dit moment weliswaar onder druk, maar de centrale bank zal dit compenseren door de valutaswaps uit te breiden en indien nodig ook de rente te verhogen. Later dit jaar (dat wil zeggen: na de verkiezingen) voorzien we een herstel van de real wanneer de politieke onzekerheid is afgenomen en er minder negatief buitenlands nieuws is. We handhaven dan ook onze voorspelling voor BRL/USD op 3,70 eind 2018 en 3,20 eind 2019.

Real beweegt parallel aan CDS-spreads

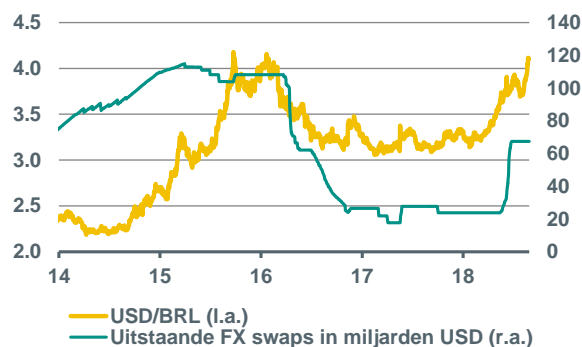
BRL/USD



Bron: Bloomberg

Valutaswaps zijn nog niet uitgebreid

Index

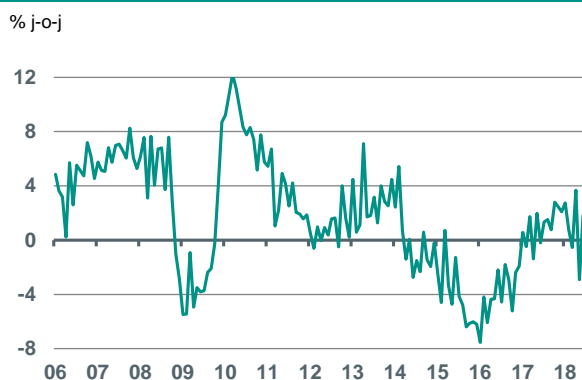


Bron: Bloomberg

Enkele positieve economische cijfers

Onze vrees dat de staking van vrachtwagenchauffeurs in mei het vertrouwen verder heeft ondermijnd, lijkt tot nu ongegrond. Het vertrouwen in de industrie daalde in juni tot onder 50 (het omslagpunt tussen groei en krimp), maar veerde in juli op tot 53,3. Bovendien lag de inkoopmanagersindex (PMI) in de verwerkende industrie, nadat deze in juni net onder 50 was gedoken, in juli weer op 50,5. De PMI voor de dienstensector herstelde zich van 47 in juni naar 50,4 in juli. De sterke daling van de economische bedrijvigheid werd in juni ook gedeeltelijk weer ongedaan gemaakt. De index van de economische activiteit steeg in juni met 1,8% j-o-j, terwijl deze in mei 2,9% j-o-j lager was. De industriële productie werd het zwaarst getroffen door de staking, maar liet in juni een groei van 3,5% j-o-j zien na een krimp van 6,7% in mei. De detailhandelsverkoop schetsen echter een minder rooskleurig beeld: de groei is vertraagd van 2,7% j-o-j in mei naar 1,5% in juni.

Maandelijkse bbp-cijfers zijn weer positief



Bron: Bloomberg

Industriële productie stijgt weer



Bron: Bloomberg

De bbp-cijfers voor het tweede kwartaal worden op 31 augustus gepubliceerd. Op grond van de maandcijfers voor de index van de economische activiteit verwachten we ongeveer dezelfde groei als in het eerste kwartaal (1,2% j-o-j). Voor de tweede helft van het jaar voorzien we slechts een geringe groeiversnelling. De lage rentestand en de relatief lage inflatie steunen de consumptieve vraag, maar de investeringen worden nog geremd door de onzekerheid over de uitkomst van de verkiezingen en het toekomstige economische beleid. Volgend jaar verdwijnt de onzekerheid in ieder geval voor een deel naar de achtergrond en zal de economische groei naar verwachting aantrekken. Door een restrictief begrotingsbeleid en een minder accommoderend monetair beleid blijft de economische groei met 1,5% in 2018 en 2,5% in 2019 echter onder het potentiële niveau en zal de groei niet sterk genoeg zijn om de daling van het bbp met 7% in 2015 en 2016 weer in te lopen.

Hoofdindicatoren economie Brazilië

	2015	2016	2017e	2018e	2019e
BBP (% j-o-j)	-3,5	-3,5	1,0	1,5	2,5
Inflatie (% j-o-j)	9,0	8,7	3,4	3,8	4,2
Inflatie (% eindejaar)	10,7	6,3	2,9	4,5	4,0
Overheidssaldo (% BBP)	-8,2	-6,5	-8,0	-7,0	-5,5
Overheidsschuld (% BBP)	65,5	70,0	74,0	78,6	83,4
Lopende rekening (% BBP)	-3,3	-1,3	-0,5	-0,5	-1,5
Investeringsquote (% BBP)	18	16	16	16	17
Spaarquote (% BBP)	14	14	15	15	15
USD/BRL (ultimo)	3,90	3,26	3,31	3,7	3,2
EUR/BRL (ultimo)	4,24	3,44	3,97	4,3	4,0

Overheidssaldo en lopende rekening voor 2018 en 2019 zijn afgeronde getallen

Bron: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

DISCLAIMER

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