

14 januari 2019

Nora Neuteboom
Econoom Opkomende markten

Tel. +31 (0)20 343 77 31

Nora.neuteboom@nl.abnamro.com

Het blijft aanmodderen

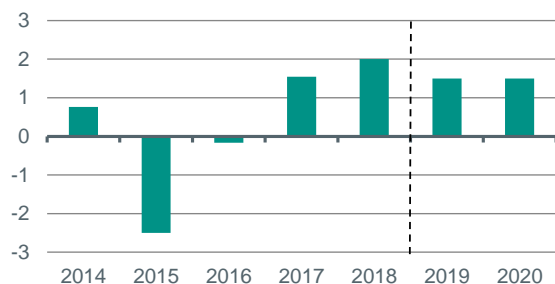
- **Groei blijft in 2019/2020 met 1,5% onder langetermijntrend**
- **Sterke begrotings- en externe positie vormt buffer tegen schokken**
- **Inflatie bereikt naar verwachting in eerste helft 2019 hoogtepunt op 6%**
- **Monetair beleid blijft restrictief; we voorzien één renteverlaging eind 2019**
- **Sancties voor staatsobligaties en/of energiesector blijven grootste risico**

Inleiding

In 2014 belandde Rusland in een recessie, omdat de daling van de olieprijs samen viel met de instelling van sancties door de VS. Het herstel is sindsdien traag verlopen. Met 1,5% in 2017 en ongeveer 2% in 2018 ligt de groei van de Russische economie nog steeds onder het gemiddelde van circa 3,5% over de afgelopen 20 jaar. Vorig jaar verzachtten de gestegen olieprijs de pijn van nieuwe sancties, maar zwakke binnenlandse factoren zoals het slechte investeringsklimaat en de structurele inefficiënties remmen de economie nog steeds. De groei zal ook dit jaar dus niet indrukwekkend zijn, maar de stabiliteit is grotendeels teruggekeerd. De inflatie blijft begin 2019 naar verwachting nog boven de doelstelling, maar de Russische centrale bank (CBR) pakt dit probleem wel aan en heeft vorig jaar de rente twee keer onverwacht verhoogd. Bovendien handhaaft de regering een strikt begrotingskader waarin uitgaven en inkomsten elkaar balanceren op de middellange termijn, terwijl de extra inkomsten bij een olieprijs boven USD 40 per vat aan de begrotingsreserves worden toegevoegd. In 2018 was het overheidssaldo positief (0,3% van het bbp) en ook voor de komende twee jaar wordt een overschot verwacht. Tegen de achtergrond van de toegenomen risicoaversie als gevolg van de minder gunstige omstandigheden wereldwijd in 2018 en de stijgende rente in de VS kreeg de Russische roebel een flinke tik, maar de klap was niet zo hard als in enkele andere opkomende markten.

Zwakke bbp-groei

% groei, j-o-j

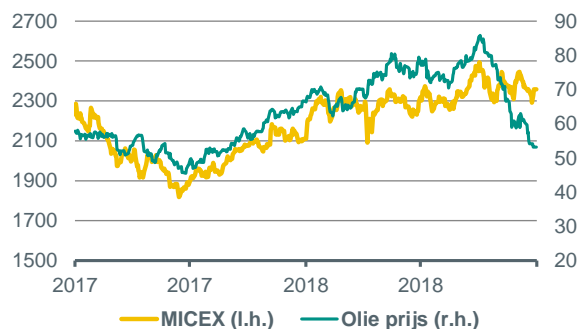


Bron: EIU en ABN AMRO Economisch Bureau

Daling olieprijsen maakt einde aan stijging aandelen

MICES aandelenindex

Prijs vat Brent-olie, in USD



Bron: Bloomberg

Ontwikkeling is naar verwachting ook in 2019 niet indrukwekkend

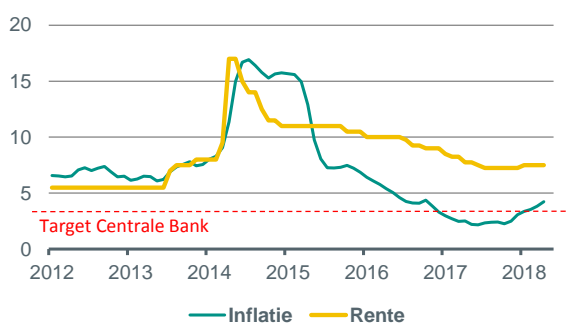
We verwachten dat de investeringsgroei gematigd blijft. Het investeringsklimaat in Rusland is broos als gevolg van de zwakke eigendomsrechten, de sterke overheidsbemoeienis met de economie en de geringe concurrentie. Hierin komt op de korte termijn naar verwachting geen verandering. Na zijn inauguratie in mei 2018 ondertekende president Poetin een reeks decreten om een ambitieus ontwikkelingsprogramma uit te voeren. In dit programma ontbreken echter de hoognodige structurele hervormingen. Het programma kan wel de economie op de korte termijn een impuls geven. Ondanks de verhoging van de lonen is het reëel besteedbaar inkomen in 2018 niet veel verbeterd. Dit onderstreept de groeiende vermogensongelijkheid, terwijl de schuldenlast en de rente- en aflossingsverplichtingen toenemen. We voorzien voor 2019 dan ook geen sterke toename van de particuliere consumptie: door de hogere inflatie, deels als gevolg van de btw-verhoging, neemt de koopkracht van huishoudens af. Hoewel de wereldwijde economische omstandigheden iets minder gunstig lijken (zie [Visie op wereldeconomie 2019: Voortgezette, maar tragere groei](#)), gaan we nog steeds ervan uit dat de olieprijs licht oploopt naar USD 70 per vat Brent-olie en de export toeneemt. Al met al verwachten we dat de Russische economie blijft groeien, zij het in een traag tempo (1,5% per jaar in 2019 en 2020). De grootste onzekerheid rond de groeivoorzichten schuilt in de dreiging van nieuwe sancties (zie laatste alinea).

Inflatie overschrijdt doelstelling ondanks restrictief monetair beleid

De inflatie lag in de eerste helft van 2018 nog onder 2,5%, maar is sinds december versneld. Met 4,2% werd in december het inflatiedoel van de CBR van 4% overschreden. Basiseffecten hebben hierbij een rol gespeeld, maar er zijn ook tekenen van bredere prijsdruk, met name de stijgende brandstofkosten en de doorwerking van de zwakkere roebel. Na een lange periode van verruiming die in 2015 begon, verhoogde de CBR vorig jaar onverwacht de rente twee keer met 25 bp, eerst in september en daarna in december.

Proactief monetair beleid om inflatie te beteugelen

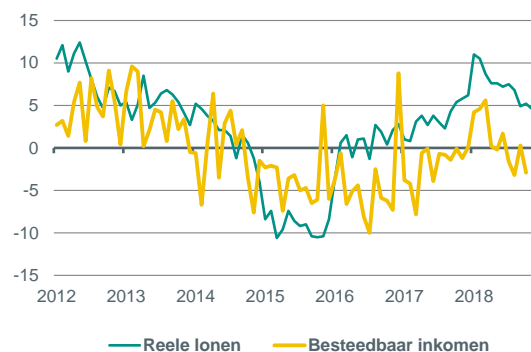
Totale inflatie (CPI), % j-o-j



Bron: Thomson Reuters Datastream

Reëel besteedbaar inkomen is weer negatief

Reëel maandloon j-o-j, reëel besteedbaar inkomen j-o-j



Bron: Bloomberg

Inflatie bereikt hoogtepunt in eerste helft 2019, monetair beleid blijft restrictief

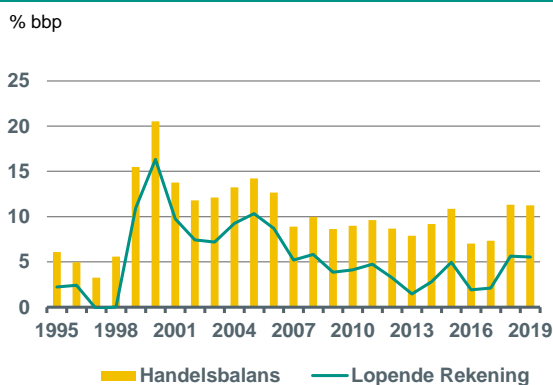
Diverse belastingwijzigingen en hogere overheidsuitgaven zullen de komende tijd de prijzen opdrijven. De btw-verhoging van 18% naar 20% per 1 januari van dit jaar is van toepassing op een derde van het consumptiemandje. Daarnaast zal de depreciatie van de roebel zich vertalen in opwaartse prijsdruk. Het ziet er dan ook naar uit dat door de toegenomen prijsdruk de inflatie in 2019 boven de doelstelling blijft. We verwachten dat de inflatie in de eerste helft van 2019 oploopt

naar een piek van 6% om vervolgens af te zakken naar 4,5% eind 2019. Ondanks de oplopende inflatie denken we niet dat de CBR in 2019 de rente verder verhoogt. De sterke toename van de inflatie in het eerste halfjaar van 2019 is al verdisconteerd in de renteverhoging van 25 bp in december. Ons basisscenario is dat de beleidsrente tot het vierde kwartaal van 2019 op 7,75% wordt gehandhaafd en in het laatste kwartaal wellicht met 25 bp wordt verlaagd, zodat eind 2019 het benchmarktarief 7,50% bedraagt. De risico's neigen echter naar verdere verkrapping. Hoewel de CBR daadkrachtig heeft ingegrepen om de inflatie in toom te houden, zijn de inflatieverwachtingen nog niet stevig verankerd en is het risico nog altijd aanwezig dat de inflatie onbeheersbaar wordt. Indien de inflatieverwachting van de CBR stijgt tot boven de voorziene piek van 6% in maart – april 2019 of nieuwe sancties van kracht worden, zal de CBR in reactie hierop de rente naar verwachting verder verhogen.

Sterke externe positie vermindert risico's ...

In 2018 heeft de VS zich harder tegenover Rusland opgesteld. De sancties zijn in 2014 opgelegd vanwege de onwettige annexatie van de Krim door Rusland, maar inmiddels spelen meer zaken een rol, onder meer het lopende onderzoek van speciaal aanklager Mueller, de gifaanval op de Skripal familie in het Verenigd Koninkrijk, de Russische steun voor het regime van Assad en de beschuldigingen van cybercrime (zie onze Engelstalige publicatie: [Russia Watch - Sanctions looming](#)). Door de nieuwe sancties die in april en augustus vorig jaar werden opgelegd, daalde de roebel in waarde en kwam er een kapitaaluitstroom uit Rusland op gang, maar dankzij de vrij sterke externe positie stortte de Russische economie niet in.

Externe positie is robuust



Bron: EIU en ABN AMRO Economisch Bureau

Roebel staat onder druk



Bron: Thomson Reuters Datastream

Rusland heeft al jaren een overschot op de lopende rekening. Vorig jaar bedroeg het overschot 4% van het bbp. De bruto buitenlandse schuld is gedaald van USD 668 miljard in december 2013 naar USD 536 miljard, hoofdzakelijk doordat Rusland als gevolg van de sancties geen geld op de internationale kapitaalmarkten kon lenen, terwijl in het binnenland de leenvoorwaarden juist verbeterden. De externe schuld is met 33% van het bbp verhoudingsgewijs laag voor een opkomend land. De valutareserves dekken bijna 10 maanden invoer en nemen naar verwachting nog verder toe door de begrotingsregel waarbij olie-inkomsten worden afgeroomd naar de reserves. De strategische focus van Rusland ligt op invoersubstitutie, meer protectionisme en heroriëntatie van de handel naar het Oosten. De CBR heeft inmiddels haar portefeuille Amerikaanse staatsobligaties grotendeels afgestoten, terwijl de goudvoorraad juist is vergroot. Dit doet vermoeden dat Rusland zich voorbereidt op het worstcasescenario. We verwachten dat de roebel

terrein gaat winnen op de Amerikaanse dollar (USD/RUB van 60 eind 2019), gesteund door de verzwakkende dollar, de stijgende olieprijs en de hoge reële Russische rente. Op basis van de nominale effectieve wisselkoers is de roebel goedkoop en dus aantrekkelijk vanuit het perspectief van risico versus rendement. Gegeven de robuuste externe positie en de de-dollarisering van de economie lijken de effecten van nieuwe strafmaatregelen tegen Rusland op de middellange termijn beheersbaar.

... maar sancties blijven een van de grootste risico's

De onvoorspelbaarheid van het Amerikaanse sanctiebeleid tegen Rusland drukt nog steeds het vertrouwen van beleggers. De markten verwachten nu een milde tweede ronde van sancties, zoals verdere beperkingen voor specifieke personen en bedrijven. Strengere sancties, zoals de verbreking van handelsrelaties of maatregelen tegen Russische staatsobligaties en staatsbanken, kunnen echter een flinke schok teweegbrengen. De omvang en hardheid van nieuwe sancties in 2019 en 2020 zal in belangrijke mate afhangen van de verdere ontwikkeling van het binnenlandse beleid in de VS en de positie van president Trump. Indien het wetsvoorstel om de Amerikaanse nationale veiligheid tegen Russische agressie te beschermen (Defending American Security from Kremlin Aggression Act –DASKAA) in de huidige vorm wordt aangenomen en sancties op Russische staatsobligaties een reële optie worden, komt het ambitieuze Russische programma om USD 13 miljard op de internationale kapitaalmarkten aan te trekken, in gevaar. Het tweede grote risico voor de groei van de Russische economie is een scherpe daling van de olieprijs. Dit scenario is onwaarschijnlijk, maar kan zich wel voordoen bij een sterk tegenvallende vraag naar olie. Andere ontwikkelingen die de stijging van de olieprijs zouden kunnen remmen, zijn een onverwacht snel herstel van de olieproductie door Venezuela of de olie-export door Libië en een verdere versoepeling van de sancties tegen Iran.

Hoofdindicatoren economie Rusland

	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Bbp (% j-o-j)	-0.2	1.5	2.0	1.5	1.5
Inflatie (% j-o-j)	7.0	3.7	2.9	4.5	4.0
Overheidssaldo (% bbp)	-3.4	-1.4	1.6	1.6	1.0
Overheidsschuld (% bbp)	10	11	11	9	8
Lopende rekening (% bbp)	1.9	2.1	5.6	5.5	4.5
Investeringsquote (% bbp)	21	22	21	21	21
Spaarquote (% BBP)	24.7	26.0	28.3	27.7	26.5
USD/RUB (ultimo)	60.66	57.60	64.00	60.0	60.0
EUR/RUB (ultimo)	63.98	69.15	73.16	75.0	78.0

Overheidssaldo en lopende rekening voor 2019 en 2020 zijn afgeronde getallen

Bron: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau