

11 februari 2019

Arjen van Dijkhuizen

Senior econoom

Tel: 020- 6288052

arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com

Verkiezingen in aantocht

- **Modi's NDA-coalitie kan meerderheid kwijtraken na verkiezingen in april/mei**
- **Inflatie blijft laag: nieuwe RBI-president handelt snel en verlaagt beleidsrente**
- **Overheid presenteert interim-begroting met populistische trekjes**
- **Ondanks politieke onzekerheid blijft India snelst groeiende reus**
- **Tekort op de lopende rekening blijft binnen de perken**
- **Aanpassing, geen stilvallen, hervormingsagenda bij verdeeld parlement**
- **Versterken bankensector blijft belangrijke uitdaging**

De verkiezingen naderen: Modi's NDA-coalitie heeft aan populariteit ingeboet

Met ongeveer 875 miljoen kiesgerechtigden vinden in april/mei van dit jaar in India 's werelds grootste verkiezingen plaats. De centrale vraag is of premier Modi en de Nationaal-Democratische Alliantie (NDA) – de centrumrechtse coalitie onder aanvoering van Modi's hindoe-nationalistische Bharatiya Janata Partij – aan de macht kunnen blijven. De regeringscoalitie is wel wat van zijn populariteit kwijtgeraakt sinds de indrukwekkende overwinning in 2014, vooral in de landbouwgebieden. Dat blijkt onder meer uit de verliezen die werden geleden bij de statenverkiezingen in 2017 en 2018. Onlangs nog verloor de NDA bij verkiezingen in de centraal gelegen staten Chhattisgarh, Madhya Pradesh en Rajasthan, in het verleden typische BJP-bastions. Dit verlies hangt onder meer samen met de problemen in de landbouwsector en het verlies van werkgelegenheid in het midden- en kleinbedrijf en de informele sector. In reactie hierop is de regering-Modi al enige tijd bezig met het bijstellen van haar beleidsagenda om het electoraat te plezieren. Ook tracht Modi zijn blazoen van corruptiebestrijder op te poetsen.

... en verliest naar verwachting haar absolute meerderheid in het parlement

Volgens recente opiniepeilingen zal de NDA (die momenteel circa 60% van de parlementszetels bezet) de verkiezingen opnieuw winnen, maar waarschijnlijk haar absolute meerderheid in het Lagerhuis verliezen. Dat zou betekenen dat een eventuele tweede regering-Modi meer moeite moet doen om andere partijen te overtuigen mee te regeren. Zoals we al aangaven in onze recente [Visie op India 2019, Modi-ficatie](#), verwachten we een aanpassing, geen stilvallen, van de hervormingsagenda. We verwachten wat meer nadruk op welvaartsprogramma's (o.a. gezondheidszorg, huisvesting, steun aan de agrarische sector). Het verder versterken van het bedrijfsklimaat en de verwerkende industrie en het verder investeren in de ietwat versleten infrastructuur zullen belangrijke prioriteiten blijven. Toch zal de voortgang met de politiek

meest gevoelige onderwerpen (bijvoorbeeld herziening wetten op het vlak van arbeidsrechten en landeigenom) onder een verdeeld parlement lastig zijn.

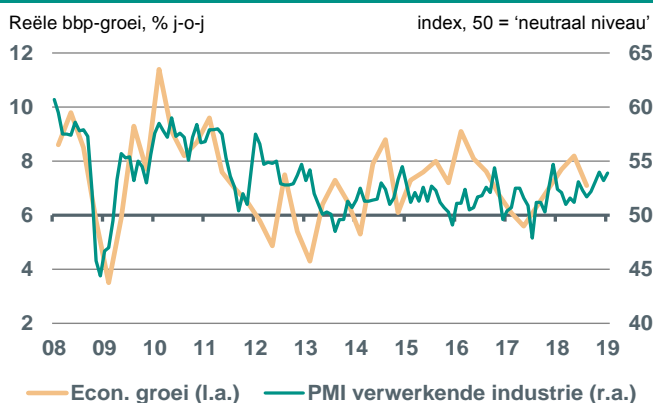
Een interim-begroting met populistische trekjes

Op 1 februari presenteerde waarnemend minister van Financiën Piyush Goyal een interim-begroting voor het belastingjaar 2019-20 aan het parlement. Deze heeft een interim-status, omdat de nieuwe regering in juli een nieuwe begroting zal voorleggen. De interim-begroting gaat uit van een federaal tekort van 3,4% van het bbp (huidig belastingjaar: 3,5%). Hiermee werd een deel van de in de markt levende zorgen, namelijk dat de regering van plan was om het pad van geleidelijke begrotingsconsolidatie te verlaten, weggenomen. Toch zouden de aan de interim-begroting ten grondslag liggende veronderstellingen ten aanzien van de belastingopbrengsten wel eens te optimistisch kunnen zijn. Als de belastinginkomsten blijken tegen te vallen, zijn mogelijk in de toekomst extra bezuinigingen nodig.

De interim-begroting kan ook worden beschouwd als een laatste poging van de regering-Modi om haar populariteit op te krikken vlak voor de verkiezingen. Het richt zich met name op de steun aan dat deel van het electoraat waarbinnen Modi het grootste verlies lijkt te hebben geleden. Het omvat een nieuw programma van overdrachten aan boeren, speciale voorrechten voor in de informele sector werkzame personen en aftrekposten voor de middenklasse. Het bevat niet of nauwelijks nieuwe initiatieven ter versterking van de infrastructuur, de verwerkende industrie of de financiële sector.

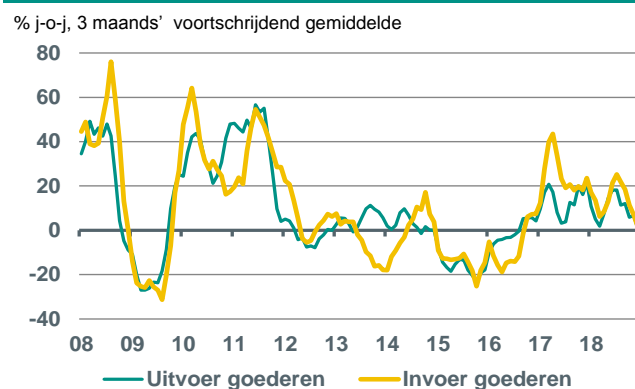
Als we overigens bij het federale tekort de gezamenlijke tekorten van de staten en *off-balance sheet* leningen van staatsbedrijven voegen, dan komt de totale financieringsbehoefte van de publieke sector uit op ruim 8,5% van het bbp. Deze omvangrijke kredietvraag door de publieke sector heeft bijgedragen aan het weer oplopen van de kapitaalmarktrente in de afgelopen twee jaar. Dat duidt op het risico van een verdringing van particuliere investeringen en/of een toename van een kredietverlening door het buitenland (recent heeft de centrale bank de voorwaarden voor bedrijven om over de grens te lenen versoepeld).

PMI verwerkende industrie blijft op hoog niveau



Bron: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Daling groei in- en uitvoer past in mondiale beeld



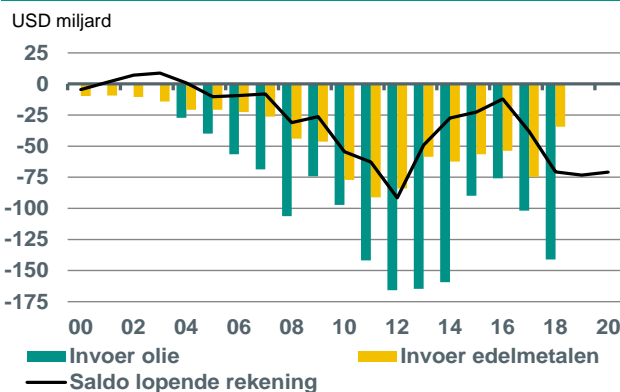
Bron: Thomson Reuters Datastream

Ondanks politieke onzekerheid blijft India snelst groeiende reus

In de eerste helft van het kalenderjaar 2018 was de economische groei met gemiddeld 8% hoog. Dat kwam mede door basiseffecten, omdat de groei een jaar eerder gedrukt werd door de bankbiljettenschoonmaak eind 2016 en de introductie van een nieuwe uniforme omzetbelasting medio 2017. In het derde kwartaal van 2018 viel de groei terug tot 7,1%. Dat kwam vooral door de sterke stijging van de invoergroei, waardoor de groeibijdrage van de netto-uitvoer negatief werd. De sterke groei van de overheidsbestedingen (in de aanloop naar de verkiezingen) zorgde daarbij nog voor enige compensatie. Recente, op maandbasis uitkomende, macrodata (zoals de groei van de invoer, uitvoer, industriële productie en autoverkopen) wijzen op besmetting van de huidige zwakte van de mondiale industrie en de wereldhandel.

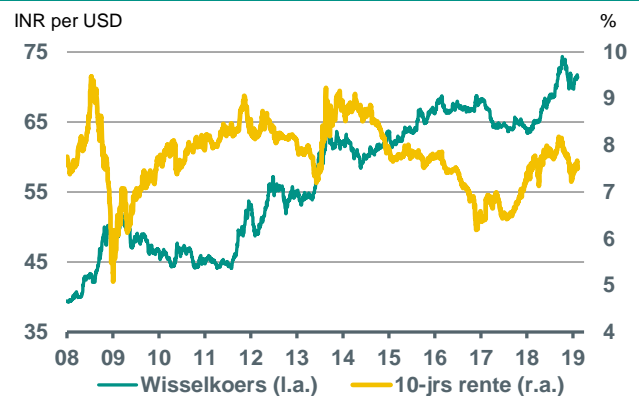
Toch is India vergeleken met bijvoorbeeld Oost-Azië minder afhankelijk van de mondiale conjunctuur en relatief afgeschermd voor het handelsconflict tussen de VS en China. De PMI voor de verwerkende industrie blijft op een hoog niveau (circa 54). De PMI-uitvoerindex nam in januari af tot 52,6 (december: 53,6), maar blijft vergeleken met de rest van opkomend Azië op een hoog niveau. Al met al verwachten we dat de economische groei licht gaat versnellen. We denken dat de groei op jaarbasis zal toenemen van 7,2% in het belastingjaar 2017-18 naar 7,5% in het huidige en de komende twee belastingjaren. Ondanks de onzekerheden op het politieke en beleidsfront, blijft India dus goed gepositioneerd om de status van snelst groeiende reus vast te houden. In structureel opzicht profiteert de Indiase groei van *catch-up* effecten (het bbp per hoofd van India is een vijfde van dat van China), van een gunstige demografie en van hervormingen die tot dusverre door de regering-Modi zijn doorgevoerd.

Lopenderekeningtekort blijft binnen de perken



Bron Thomson Reuters Datastream, EIU

Roepie heeft zich wat hersteld t.o.v. de dollar



Bron: Thomson Reuters Datastream

Tekort op de lopende rekening blijft binnen de perken

Door een sterke binnenlandse vraag en een stijging van de olie-invoer is het lopenderekeningtekort de afgelopen jaren weer toegenomen, van 0,5% van het bbp in 2016 tot naar schatting 2,7% in 2018. De overheid heeft maatregelen genomen om het tekort beperkt te houden (renteverhogingen, invoerrestricties). De invoer van goud is vorig jaar sterk gekrompen, mede door de depreciatie van de roepie (waardoor goud duurder werd) en specifieke invoerbeperkingen. Dankzij deze maatregelen en vanwege de recente daling van de olieprijs zal het lopenderekeningtekort naar verwachting in 2019-20 weer wat afnemen (in bbp-terminen). Al met al blijft dit tekort nu dus duidelijk beneden het niveau

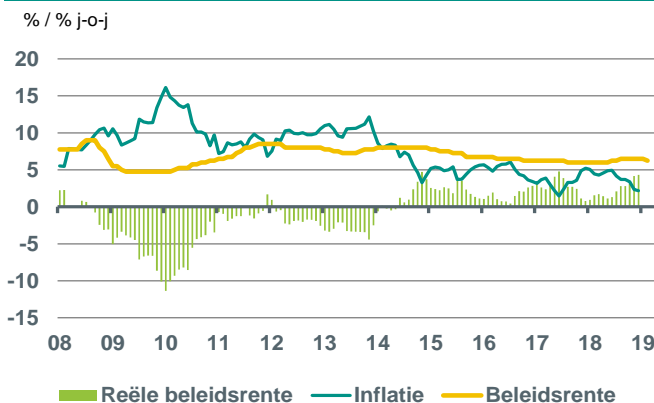
van 5% van het bbp en daarmee veel lager dan de niveaus die in 2012-13 werden bereikt. Niet voor niets werd India toen vanwege dat hoge tekort, tijdens de *taper tantrum*, tot de meest kwetsbare opkomende markten gerekend. Verder zijn de deviezenreserves met 7% gedaald ten opzichte van de piek die in april 2018 werd bereikt. Deze blijven echter op een comfortabel niveau liggen. Ze dekken ongeveer 6,5 maanden invoer, vier maal de kortlopende externe schuld en ongeveer 70% van de totale externe schuld.

Tijdens de marktonrust omtrent opkomende markten vorig jaar (veroorzaakt door renteverhogingen in de VS en de escalatie van het handelsconflict) kwam ook de Indiase roepie onder druk, samen met veel andere EM-valuta's. Tussen eind 2017 en begin oktober 2018 verloor de roepie ongeveer 12% versus de dollar. Dat was vergelijkbaar met de depreciatie van andere Aziatische valuta's in landen met externe tekorten (Indonesië, Filipijnen), maar veel minder in vergelijking tot bijvoorbeeld de Argentijnse peso of de Turkse lira. Sindsdien heeft de roepie zich weer wat hersteld ten opzichte van de dollar, in lijn met onze verwachtingen. We hebben onze ramingen voor de USD-INR-koers voor eind 2019 en eind 2020 ongewijzigd gelaten (op respectievelijk 70 en 68).

Inflatie blijft laag: nieuwe RBI-president handelt snel en verlaagt beleidsrente

De kerninflatie is in de eerste helft van 2018 sterk opgelopen, maar is sindsdien gestabiliseerd op een niveau rond 6% j-o-j. De CPI-inflatie is echter sinds medio 2018 sterk afgenomen, vooral door dalende voedselprijzen. Voedsel heeft een gewicht van ongeveer 40% in de Indiase inflatie-index. Hierdoor is de reële beleidsrente (hier gemeten door het actuele inflatieniveau van de actuele beleidsrente af te trekken) opgelopen tot een vierjaars hoogtepunt van 4,3% in december. Zoals we vorige maand al aangaven in onze Visie op Azië 2019, *Een jaar vol uitdagingen*, verwachten wij een versoepeling van het monetaire beleid onder de nieuwe RBI-president Das. Hij verving eind december de plotsklaps vertrokken Patel. En inderdaad: bij de eerste reguliere mogelijkheid (op 7 februari) besloot de RBI om de richting van het monetaire beleid aan te passen (van *hawkish* naar neutraal) en de repo rate en de reverse repo rate met 25 bp te verlagen (tot respectievelijk 6,25% en 6,0%). In de begeleidende verklaring benadrukte Das dat de RBI zijn toekomstige beslissingen zal baseren op de uitkomende macrodata. Dat impliceert dat indien de inflatie laag blijft en/of de groei tegenvalt, een of meer additionele renteverlagingen niet uitgesloten zijn.

RBI verlaagt beleidsrente nu inflatie laag blijft



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Groei kredietverlening is aangetrokken



Bron: Thomson Reuters Datastream

Versterken bankwezen blijft belangrijke uitdaging

Na de wisseling van de wacht aan de top van de RBI zijn de spanningen met de overheid weggeëbd. Deze spanningen hadden met een aantal factoren te maken, waaronder de rol van de RBI als bancaire toezichthouder. Twijfels over de Indiase financiële sector – en vooral de schaduwbanken – kwamen in de loop van 2018 aan de oppervlakte, vooral na het optreden van betalingsproblemen bij een omvangrijke vastgoedfinancier (IL&FS). De overname door de overheid van dit bedrijf hielp om het besmettingsgevaar in te dammen. De stress bij dit bedrijf staat echter symbool voor bredere problemen binnen de Indiase financiële sector. Er is een omvangrijke schuldenlast uit hoofde van infrastructuurprojecten, staatsbanken hebben een grote portie problemleningen (NPL-ratio circa 15%) en de *governance* van bedrijven en banken is voor verbetering vatbaar. In het onlangs gepubliceerde Overzicht Financiële Stabiliteit laat de RBI zich positief uit over het aantrekken van de kredietgroei. De RBI verwacht dat de gezondheid van het bankwezen de komende twee jaar geleidelijk zal verbeteren, deels dankzij een versoepeling van bepaalde regels. De markten zullen de geloofwaardigheid en de onafhankelijkheid van de Indiase centrale bank echter nauwlettend in de gaten blijven houden.

Ter afsluiting

We verwachten dat de economie van India in de komende jaren met 7,5% blijft groeien en dat India de snelst groeiende reus blijft. De marktonrust omtrent opkomende markten is weggeëbd, nu de Fed wat meer *dovish* is geworden en de zorgen over het handelsconflict tussen de VS en China wat zijn afgenomen. India's externe positie blijft beheersbaar en de afname van de inflatie heeft de centrale bank in de gelegenheid gesteld om de beleidsrentes te verlagen. Toch blijven risico's aanwezig. Politieke onzekerheid hangt samen met de naderende verkiezingen. Een belangrijke vraag is hoe het politieke landschap zal veranderen na de verkiezingen en wat dat betekent voor het macro-economische beleid en de hervormingsagenda. Een ander risico vloeit voort uit de problemen in de financiële sector en de manier waarop het banktoezicht zal worden vormgegeven. Het versterken van de bankensector en het waarborgen van de intermediaire rol die de Indiase banken spelen bij de noodzakelijke verbetering van de infrastructuur is immers cruciaal.

Hoofdindicatoren economie India

	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Bbp (% j-o-j)	8.2	7.2	7.5	7.5	7.5
Inflatie (% j-o-j)	4.9	3.3	4.0	4.0	4.5
Overheidssaldo (% bbp)	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5
Overheidsschuld (% bbp)	50	50	50	48	47
Lopende rekening (% bbp)	-0.5	-1.5	-2.7	-2.5	-2.0
Investeringsquote (% bbp)	29	28	28	28	29
Spaarquote (% bbp)	28.6	27.4	28.8	27.6	28.4
USD/INR (ultimo)	67.95	63.93	69.77	70.0	68.0
EUR/INR (ultimo)	71.68	76.74	79.90	87.5	88.4

Overheidssaldo en lopende rekening voor 2019 en 2020 zijn afgeronde getallen

Bron: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

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