

20 juni 2019

## Minder kwetsbaar, maar niet ongevoelig

---

Marijke Zewuster  
Hoofd Opkomende Markten  
Tel. 020 383 0518  
marijke.zewuster@nl.abnamro.com

---

- **Oplaaierende risicoaversie blijft de markt voorlopig beheersen**
- **Groeiramingen voor industrielanden en opkomende markten verder omlaag**
- **Handelsconflict kan munten onder druk blijven zetten**
- **Afgenomen onevenwichtigheden maken EM minder kwetsbaar ...**
- **... maar risico's blijven voor veel landen aanzienlijk**

### Groeiramingen wereldwijd omlaag

De trage expansie van de wereldhandel en de recente verscherping van de handelsoorlog lijken een langduriger negatief effect op de wereldeconomie te hebben dan aanvankelijk gedacht. De Amerikaanse president Trump dreigt de handelsoorlog met China uit te breiden naar meer landen en trekt zich daarbij steeds minder aan van de marktreacties. Naast de directe impact van hogere handelstarieven, is het met name een verder afnemend (ondernemers)vertrouwen dat een zware stempel op de economie drukt. Dit alles vindt plaats in een wereld waar ook diverse andere (geo)politieke ontwikkelingen al regelmatig voor oplaaierende spanning zorgen. De gevolgen worden in zowel de opkomende markten als de industrielanden gevoeld en hebben geleid tot een verlaging van onze groeiprognoses voor een groot aantal landen.

### Lagere groei in industrielanden en meer monetaire versoepeling

Van de grote economieën is de VS het minst gevoelig voor wereldwijde economische ontwikkelingen, maar ook hier zullen de gevolgen van Trumps handelsoorlog voelbaar zijn. We hebben daarom onze groeiprognose voor de Amerikaanse economie voor dit jaar verlaagd van 2,3% naar 2,2% en voor volgend jaar van 1,9% naar 1,5%. De eurozone is gevoeliger voor de wereldconjunctuur. Omdat de uitvoer naar verwachting gedurende een langere periode zwak blijft, zal dit in toenemende mate op de binnenlandse vraag doorwerken en de investeringen en de arbeidsmarkt negatief beïnvloeden. Voor dit jaar voorzien we nu een economische groei van 0,7% (was 0,9%) en voor 2020 een groei van 0,9% (was 1,3%). In de loop van het jaar hadden we overigens de groei voor de VS en de eurozone al een aantal keren neerwaarts aangepast. Zo voorspelden we eind 2018 voor de VS nog een groei van 2,7% in 2019 en een groei van 1,4% voor de eurozone. Voor de wereld als geheel gingen we toen uit van een groei van 3,5%, tegen een groei van 3,1% nu.

De onderliggende inflatiedruk blijft zowel in de VS als in de eurozone zwak. Dit schept ruimte voor verdere monetaire versoepeling. We verwachten daardoor dat de Amerikaanse

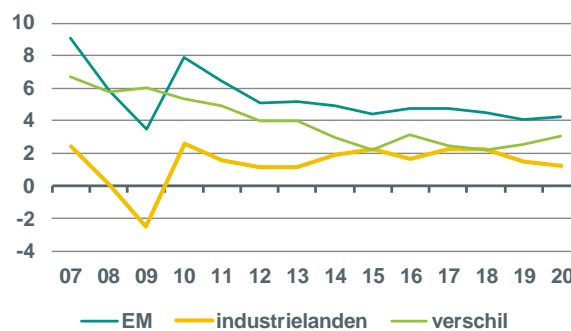
centrale bank (Fed) tussen nu en het eerste kwartaal van volgend jaar de beleidsrente drie keer verlaagt. Eerder gingen we ervan uit dat de rente ongewijzigd zou blijven. De eerste renteverlaging van 25 bp verwachten we in het derde kwartaal van dit jaar (in principe in juli, maar het kan ook september worden), gevolgd door een tweede rentestap in het vierde kwartaal en een derde stap in het eerste kwartaal van 2020. De Europese Centrale Bank (ECB) zal op een langer voortdurende economische vertraging reageren in door ieder geval het wapen van kwantitatieve verruiming opnieuw in te zetten.

### Plusen en minnen voor opkomende markten, maar per saldo gaat groei omlaag

De combinatie van hogere invoertarieven en een zwakkere vraag in de rest van de wereld laat ook de opkomende markten (EM) niet onberoerd. Vooral het wereldwijde dalende ondernemersvertrouwen en daarmee mogelijk gepaard gaande toename van de risicoaversie werkt voor EM negatief uit. De langer laag blijvende mondiale rente is daarentegen positief en dit zal samen met een in veel landen inmiddels voor de export gunstige zwakkere wisselkoers, de schade gedeeltelijk beperken. Door onze groeiaanpassingen daalt de gemiddelde groei in de EM van 4,4% in 2018, naar 4,1% in 2019 en trekt deze naar verwachting in 2020 weer wat aan naar 4,3%. Dat blijft ruim onder de gemiddelde jaarlijkse groei van 5% die we de afgelopen 10 jaar in EM hebben gezien, maar beduidend hoger dan de 3,5% in 2009, het jaar van de wereldwijde financiële crisis. We verwachten dan ook zeker geen EM-crisis in de vorm van grootschalige betalingsbalansproblemen en/of een wijdverbreide recessie of krimp binnen het EM-universum. Positief is ook dat het groeiverschil met de industrielanden naar verwachting zal toenemen van een dieptepunt van 2 procentpunt in 2018 tot circa 2,5 pp in 2019 en 3 pp in 2020. Daar moet wel de kanttekening bij worden gemaakt dat de neerwaartse risico's ook met de nieuwe groeiramingen aanzienlijk blijven.

### Groeiverschil EM-industrielanden neemt weer toe

bbp-cijfer, % j-o-j



Bron: EIU, Economisch Bureau ABN AMRO

### Groei in opkomend Azië blijft relatief sterk

Kijken we naar de verschillende regio's dan wordt ook opkomend Azië getroffen door het handelsconflict, al blijft de groei daar relatief sterk. We hebben onze groeiraming voor een aantal landen (verder) verlaagd en verwachten nu een regionale groei van 5,7% voor 2019 (was 5,9%) en 5,5% volgend jaar (was 5,8%). Een jaar geleden gingen we voor 2019 nog uit van een groei van 6%. De relatief geringe daling komt vooral omdat China genoeg ruimte heeft om door middel van een meer expansief beleid de economie te stimuleren. Daarbij moet wel de kanttekening gemaakt worden, dat met name de

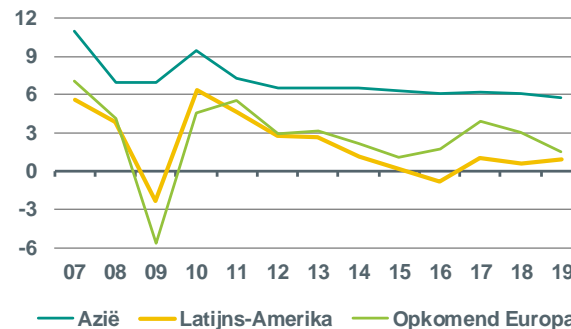
ontwikkeling van de industrie en de import van China kan tegenvallen, waardoor de negatieve gevolgen voor andere landen sterker kunnen zijn (zie ook onze laatste [China Focus](#)). Voor China verwachten we nu een economische groei van 6,2% in 2019 (was 6,3%) en 5,8% in 2020 (was 6%). Voor India, waar de groei de afgelopen kwartalen behoorlijk is afgekoeld, hebben we de groeiramingen voor 2019-20 verlaagd van 7,5% naar 7%. Ook voor sterk exportgeoriënteerde landen zoals Zuid-Korea, Hongkong, Singapore, Taiwan, Maleisië en Thailand hebben we de groeiramingen (verder) verlaagd.

#### Groeivoorzichten voor Latijns-Amerika blijven verslechteren

In Latijns-Amerika was het ondernemers- en consumentenvertrouwen als gevolg van binnenlandse ontwikkelingen al niet erg hoog en deze kregen door de mondiale ontwikkelingen een verdere knauw. In de loop van het jaar hebben we de groei daardoor al meerdere keren teruggeschroefd. De Argentijnse economie lijkt steeds verder in het moeras weg te zakken. De economie kromp in het eerste kwartaal opnieuw met circa 6% j-o-j. De groei in Mexico en Brazilië blijft in de plus, maar het groeitempo neemt wel verder af van een toch al laag niveau. Zelfs in landen met een relatief sterke groei zoals Chili, Colombia en Peru was er in het eerste kwartaal sprake van een behoorlijke groeivertraging. Op grond van de laatste aanpassingen in het mondiale beeld en de interne ontwikkelingen hebben we met name de groeiraming voor Brazilië en Mexico verder verlaagd. Hierdoor zien we nu de regionale groei in 2019 nog slechts uitkomen op 1% (was 1,5%). Eind vorig jaar verwachtten we voor Latijns-Amerika op grond van een herstel in Argentinië en Brazilië, nog een groei van 2% voor 2019.

#### Azië koploper, Latijns-Amerika blijft hekkensluiter

bbp-cijfer, % j-o-j



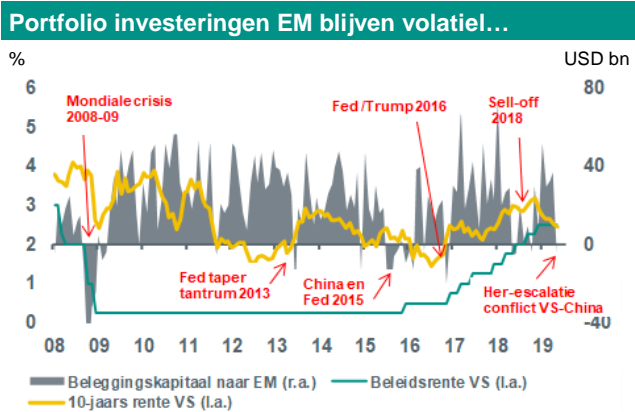
Bron: EIU, Economisch Bureau ABN AMRO

#### Opkomend Europa toont een gemengd beeld

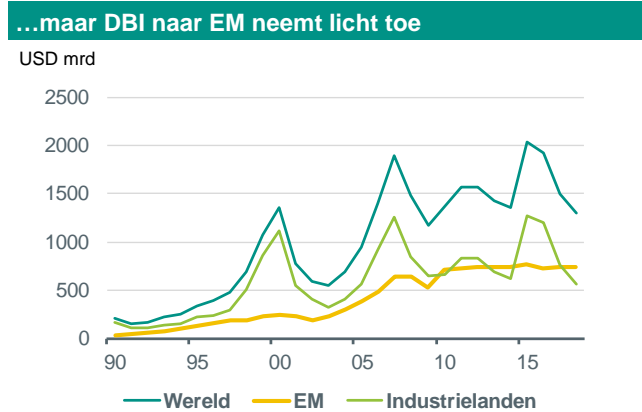
Het beeld in opkomend Europa is gemengder. Centraal- en Oost Europa lijkt momenteel het meest immuun voor terugvallende groei van de wereldeconomie. Ondanks de afkoeling van de eurozone en de dreigende recessie in Duitsland, groeide de export vanuit Centraal- en Oost Europa gestaag door en daarnaast wordt de rol van consumptie dankzij stijgende lonen steeds belangrijker. Hierdoor wordt de regio minder afhankelijk van export en daarmee ook van de gevolgen van het handelsconflict. De directe handel met de VS en China is bovendien minimaal. De eerstekwartaalcijfers voor economische groei in Centraal- en Oost Europa waren in veel landen zelfs beter dan we hadden verwacht. Polen groeide met 4,7% j-o-j in het eerste kwartaal en Hongarije met 5,3%. We

hebben voor beide landen naar aanleiding van de eerste kwartaalcijfers onze groeivoorspellingen daarom juist iets verhoogd. Voor de subregio Centraal- en Oost Europa gaan we nu uit van een groei van 3,6% in 2019 en 3% in 2020.

Rusland is door de invoering van sancties in 2014 ook minder afhankelijk geworden van mondiale economische ontwikkelingen en we verwachten dat het land verder blijft groeien rond de lange termijn trend (1,5% in 2019 en 2020). Turkije is een ander verhaal. Het land blijft kwetsbaar voor een toenemende risicoaversie. De economie kromp in het eerste kwartaal van dit jaar al met 2,6% j-o-j en we verwachten dat de binnenlandse economische en politieke ontwikkelingen voor een moeizaam herstel zullen zorgen. We voorzagen al een krimp van 1,5% in Turkije voor heel 2019 en hebben dit niet verder neerwaarts aangepast. Voor de regio opkomend Europa als geheel stijgt de groeiraming voor 2019 licht, van 1,4% naar 1,5% en blijft de raming voor 2020 ongewijzigd op 2,2%.



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



Bron: UNCTAD

**Tegenvallers volgen op een eveneens zwak 2018**

De nieuwe groeitegenvallers in opkomende markten volgen op een ook al tegenvallende groei in 2018. Ook toen had de toegenomen risicoaversie van beleggers een negatieve invloed op de opkomende markten. De belangrijkste reden was het krappere wordende monetaire beleid in de VS. Daarmee waren er parallellen met de periode van de zogenaamde *taper tantrum* in 2013. Maar vorig jaar speelde onzekerheid over de gevolgen van het oplaaierende handelsconflict tussen de VS en China en diverse (geo)politieke zaken ook al een belangrijke rol.

Daarnaast hadden landspecifieke zaken hun invloed. Argentinië en Turkije werden uiteindelijk het zwaarst getroffen. Verrassend was dit niet omdat beide landen kampten met grote macro-economische onevenwichtigheden, zoals een groot tekort op de lopende rekening en kwetsbare overheidsfinanciën. In april 2018 kwam de Argentijnse peso sterk onder druk, in de zomer gevolgd door de Turkse lira. Angst voor Turks en Argentijns besmettingsgevaar zorgden voor een negatief sentiment rond EM als beleggingscategorie. Ook andere opkomende markten, zoals Brazilië, India, Indonesië, Mexico, Rusland en Zuid-Afrika zagen hun munten door kapitaaluitstroom vorig jaar sterk onderuitgaan. Uiteindelijk wisten de meeste landen dankzij voortzetting van een prudent monetair beleid de economische schade te beperken. Dit betekende in sommige van deze

landen wel dat de groei lager uit viel dan verwacht, maar in tegenstelling tot Argentinië en Turkije werd een recessie vermeden.

### Argentinië en Turkije blijven de zwakste schakels

Sinds 2018 zijn de onevenwichtigheden in de meeste landen afgenomen. Dat uit zich ook in veel minder rode vlakken in de onderstaande tabel met kernindicatoren op grond waarvan wij mede bepalen of we landen kwetsbaar achten of niet. Al begin 2018, nog voordat het EM-sentiment duidelijk begon te verzwakken, wezen we, aan de hand van hiervan, Argentinië en Turkije aan als de landen die het gevoeligst waren voor een toename van de risicoaversie onder beleggers. Gezien de omvang van de buitenlandse schuld, de overheidsschuld en de inflatie lijkt Argentinië er nu het slechts voor te staan. Bovendien zorgen de presidentsverkiezingen die in oktober in Argentinië plaatsvinden voor extra onzekerheid en nog meer terughoudendheid bij consumenten en investeerders. Voor Turkije geldt dat de onevenwichtigheden meer zijn afgenomen dan in Argentinië, maar ook daar blijven de risico's groot. Het land blijft door de krimpende economie en (geo)politieke ontwikkelingen kwetsbaar voor een toenemende risicoaversie. Dit geldt in mindere mate ook andere belangrijke EM's, zoals Brazilië, Chili, Colombia, Indonesië, en Zuid-Afrika, die kampen met een te hoge buitenlandse en/of binnenlandse schuld. Mexico is een geval apart. De economische fundamenten lijken redelijk op orde, maar hier is het de onzekerheid over de rol van de VS en de interne politieke ontwikkelingen die valuta- en aandelen markten verder onder druk kunnen blijven zetten. Het gevolg is ook dat in al deze landen de ruimte om te mee te gaan in de rentebeweging van de industrielanden ondanks de vaak lage inflatie beperkt is. Het risico van een kapitaaluitstroom weegt vaak niet op tegen het voordeel van een lagere binnenlandse rente. Ook de ruimte voor budgettaire verruiming is in de meeste van deze landen beperkt.

Key variables EM's												
	Current account*	Foreign Debt/ exports	Debt service ratio (paid)	Fin. Req*	St Liabilities/ mths exports	import cover	Fiscal balance*	Gov. debt*	Inflation	Household debt*	NFS Corp. debt*	NFS Corp. debt (FX)*
Argentina	-2.2	3.2	24.3	7.0	3.1	8.5	-4.0	76	45.0	7	19	14
Brazil	-0.8	1.8	33.3	11.4	7.4	13.0	-5.8	82	4.0	28	42	17
Chile	-2.5	1.9	39.7	19.6	6.4	4.2	-1.4	26	2.1	46	99	34
China	0.0	0.7	7.6	6.4	3.7	11.6	-4.3	22	2.5	51	152	7
Colombia	-3.5	1.9	31.2	11.6	4.5	7.4	-2.0	56	3.1	26	34	11
Czech Rep.	0.4	0.8	10.1	11.5	1.5	7.1	0.7	31	2.3	31	56	25
Ecuador	-2.0	1.4	27.7	9.9	3.4	1.1	-3.6	48	1.2	15	24	
Egypt	-0.9	1.2	11.2	5.5	1.9	5.6	-8.9	85	11.3			
Ghana	-3.5	0.8	10.0	10.8	2.2	3.0	-4.0	49	11.0	3	20	
Hungary	2.4	0.9	26.1	30.5	4.0	2.3	-1.9	71	2.9	18	67	32
India	-1.9	0.9	10.8	7.6	2.8	6.4	-3.5	50	4.0	11	46	8
Indonesia	-2.6	1.5	27.2	12.5	5.4	5.2	-2.3	33	3.0	17	24	11
Kazakhstan	-1.7	2.4	49.1	20.8	5.3	2.3	-0.5	26	6.0	8	32	
Korea Rep. (South)	5.0	0.5	6.0	3.8	2.2	6.7	0.3	43	1.0			
Malaysia	2.3	0.8	5.6	11.4	2.1	4.4	-3.5	53	1.0	67	69	18
Mexico	-1.9	0.9	13.8	9.8	2.2	3.6	-2.4	46	4.3	16	25	18
Nigeria	4.0	0.6	4.6	-1.3	1.6	7.7	-1.9	18	14.0	4		
Peru	-2.4	1.0	14.3	15.1	5.4	11.0	-2.0	27	2.1	14	47	
Philippines	-2.5	0.5	6.6	7.5	1.5	5.3	-2.5	41	3.5	15		
Poland	-0.2	0.7	7.2	8.7	1.7	3.8	-2.4	47	2.0	35	46	14
Russian Federation	6.0	0.8	11.0	-0.3	1.9	9.1	2.5	8	4.5	17	46	15
Saudi Arabia	2.1	0.8	8.5	5.9	2.4	20.6	-7.3	35	2.3	12	43	8
South Africa	-2.7	1.6	11.5	9.0	2.6	4.8	-4.0	54	5.1	33	39	16
Thailand	8.3	0.4	6.6	-0.8	1.2	7.9	-2.5	46	1.5	69	48	12
Turkey	-3.0	1.8	29.9	22.6	6.9	3.1	-4.0	31	16.5	15	75	50
Ukraine	-3.9	1.6	21.9	14.3	2.4	2.9	-1.6	62	8.6			
United Arab Emirates	8.4	0.6	6.0	9.4	2.0	2.8	-1.4	58	1.3	21		
Vietnam	1.1	0.4	4.3	8.0	1.0	2.6	-6.0	62	3.1	17	135	

Bron: EIU, IIF, Economisch Bureau ABN AMRO, \*) % bbp, cijfers voor 2019

**Directe buitenlandse investeringen trekken iets aan**

Positief is dat ondanks alle turbulentie in het afgelopen jaar de directe buitenlandse investering naar EM toenamen. Dit in tegenstelling tot de meer volatiele portfolio investeringen ( zie ook onze EM Watch, [Portfolio flows to EMs: Trade tensions vs. Fed](#)). Volgens het jaarlijkse World Investment Report dat de UNCTAD in juni publiceerde, daalden de omvang van de wereldwijde directe buitenlandse investeringen (DBI) in 2018 met 13%, maar lieten deze naar EM een lichte stijging liet zien. Hierdoor was het aandeel van DBI richting EM (USD 706 mrd) in 2018 voor het eerst sinds een aantal jaar weer hoger dan het deel dat naar de industrielanden ging (USD 557 mrd). Het IIF wees er echter gelijktijdig op dat DBI uitgedrukt als percentage van het bbp voor opkomende markten verder is gedaald naar een schamele 2%. Net als in de afgelopen jaren zijn het een handvol landen waar het leeuwendeel van de DBI heen gaat. De top vijf bestaat uit China, Hong Kong, Brazilië, India en Indonesië. Deze vijf landen samen ontvingen bijna 60% van de totale DBI stroom richting EM. De verruiming van het monetair beleid in de VS en de eurozone zal EM de komende periode aantrekkelijker maken voor zowel directe als de meer volatiele portfolio investeringen, alhoewel het handelsconflict voor neerwaartse risico's blijft zorgen.

**Hoofdindicatoren/ramingen**

<b>Bbp-groei (%)</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>Inflatie (%)</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Opkomend Azië	6.3	6.1	5.7	5.5	Opkomend Azië	2.3	2.6	2.9	3.0
Opkomend Europa	4.1	3.3	1.5	2.2	Opkomend Europa	5.4	6.3	7.0	5.3
Latijns-Amerika	1.0	0.6	1.0	2.1	Latijns-Amerika**	6.9	7.5	8.7	7.3
<b>Opkomende landen totaal</b>	<b>4.8</b>	<b>4.5</b>	<b>4.0</b>	<b>4.2</b>	<b>Opkomende landen totaal</b>	<b>3.8</b>	<b>4.3</b>	<b>5.5</b>	<b>4.5</b>
Eurozone	2.5	1.8	0.7	0.9	Eurozone	1.5	1.7	1.1	1.0
VS	2.3	3.0	2.2	1.5	VS	2.1	2.4	1.6	2.0
Wereld	3.8	3.6	3.0	3.0	Wereld	3.0	3.4	3.8	3.4

<b>Overheidssaldo (%bbp)</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>Lopende rekening (%bbp)</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Opkomend Azië	-3.2	-3.5	-3.5	-3.5	Opkomend Azië	1.4	0.3	0.5	0.5
Opkomend Europa	-1.3	0.4	-0.5	-0.5	Opkomend Europa	-0.5	1.6	2.5	1.5
Latijns-Amerika	-5.3	-4.9	-4.0	-3.5	Latijns-Amerika	-1.5	-1.7	-1.5	-2.0
Eurozone	-1.0	-0.5	-1.2	-1.4	Eurozone	3.9	3.4	3.0	2.8
VS	-3.5	-4.1	-5.2	-5.0	VS	-2.6	-2.4	-3.0	-3.0

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