

13 november 2019

Arjen van Dijkhuizen

Senior econoom

Tel: 020- 6288052

arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com

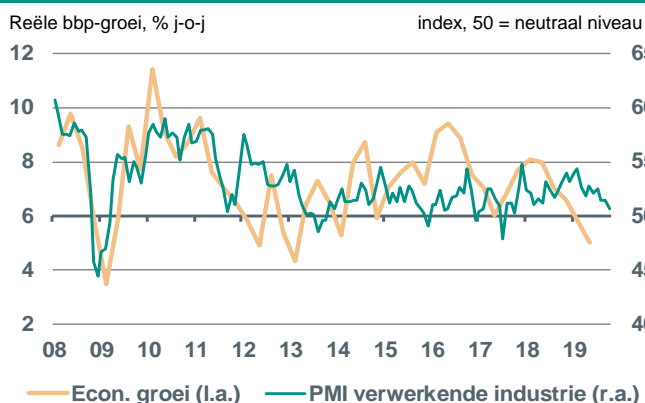
Modi blues

- De economische groei is sterk vertraagd sinds medio 2018
- We hebben onze groeiramingen verder verlaagd, maar verwachten wel herstel
- ... dankzij versoepeling van het beleid en basiseffecten
- Moody's verandert *rating outlook* voor India naar 'Negatief'
- Meer hervormingen onder Modi-II zouden het groeipotentieel ondersteunen
- Niet meedoen aan RCEP nadeel bij positionering in mondiale aanbodketens

Een breed gedragen groeivertraging

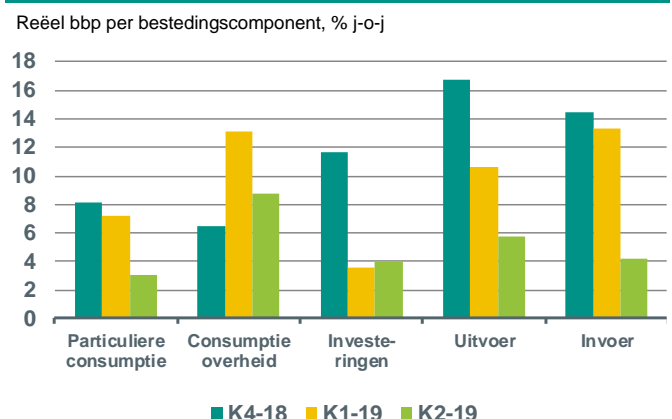
Sinds medio 2018 is de groei sterk afgekoeld, van 8% j-o-j in de eerste helft van 2018 tot 5,0% j-o-j in het tweede kwartaal van 2019. Hierbij spelen zowel interne als externe factoren een rol. India is minder blootgesteld aan de mondiale conjunctuur dan China of andere landen in oost-Azië, maar het is zeker niet immuun voor de vertraging van de wereldhandel en -groei. De investeringsgroei noteerde vorig jaar nog dubbele cijfers, maar daalde tot 3,5-4% j-o-j in de eerste helft van dit jaar. Mede vanwege onzekerheid rond de verkiezingen daalde het ondernemersvertrouwen. Ook koelde de kredietverlening af. Sinds begin 2019 is de inkoopmanagersindex voor de verwerkende industrie met meer dan drie punten gedaald, tot 50,6 in oktober. Ook de private consumptie is afgekoeld, van 7-8% in 2018 tot ruim 3% j-o-j in het tweede kwartaal. Dat houdt deels verband met een afname van het consumentenvertrouwen en met het effect van eerdere belastingverhogingen. Met name de daling van de autoverkopen (met circa 30% j-o-j in juli-september) is tekenend voor het voorzichtiger worden van de Indiase consument, hoewel recent wat herstel zichtbaar is. De zwakte in de autosector is een mondiaal verschijnsel.

Lagere economische groei en ondernemersvertrouwen



Bron: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

De groeivertraging is breedgedragen



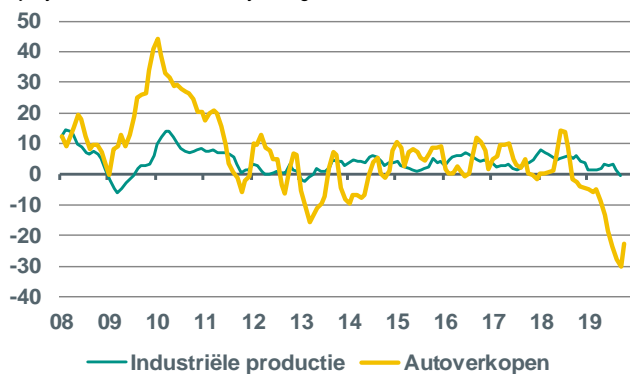
Bron: I.H.S. Markit

We hebben onze groeiramingen verder verlaagd, maar verwachten wel een herstel

De Indiase groei is dus snel afgekoeld. Ondertussen blijft de groeivertraging van China geleidelijk verlopen, waarbij de autoriteiten stapsgewijze verruimingsmaatregelen nemen om de toegenomen tegenwind vanuit het conflict met de VS te compenseren. Al met al is India de status van snelst groeiende reus weer eens kwijtgeraakt. In de loop van dit jaar hebben we onze groeiramingen voor het belastingjaar 2019-20 (april 2019 t/m maart 2020) in enkele stappen verlaagd van 7,5% naar 6,0%. Onze voorspelling voor het belastingjaar 2020-21 hebben we verlaagd van 7,5% naar 6,5%. Wel impliceren deze ramingen dat we enig groeierherstel verwachten ten opzichte van het dieptepunt (5% j-o-j) dat in het tweede kwartaal werd bereikt. Deze verwachting is gebaseerd op de veronderstelling dat de doorgevoerde versoepeling van het monetaire en het begrotingsbeleid effect gaat sorteren. Bovendien zal India gaan profiteren van basiseffecten.

De autoverkopen zijn ingestort, wat herstel zichtbaar

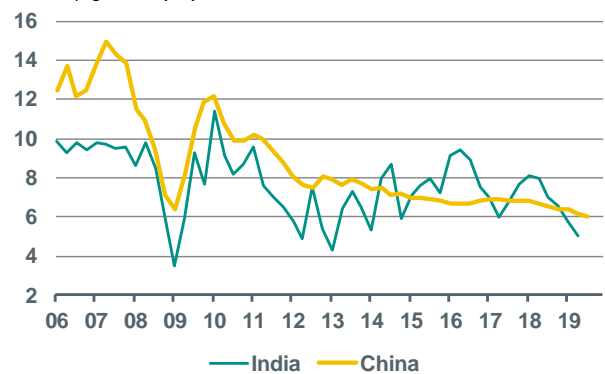
% j-o-j, driemaands' voortschrijdend gemiddelde



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

India is status snelst groeiende reus weer kwijtgeraakt

Reële bbp-groei, % j-o-j



Bron: Bloomberg

We zien nog beperkte ruimte voor verdere monetaire versoepeling

Tot aan 2013 was het vrij gebruikelijk dat de inflatie dubbele cijfers noteerde, maar dat is in de afgelopen jaren veranderd. De structurele daling van de inflatie weerspiegelt verbeteringen in het monetaire beleid, maar ook beleid gericht op het onder controle houden van de stijging van voedselprijzen (voedselprijzen maken ongeveer de helft van het inflatiemandje uit). Toch zijn het dit jaar net als in China juist de voedselprijzen die voor extra inflatiedruk zorgen. De Indiase consumentenprijsinflatie (CPI) is dit jaar toegenomen van 2% j-o-j in januari naar 4,6% in oktober, een 16-maands hoogtepunt. Ondertussen is de kerninflatie (waarin de volatiele voedsel- en energieprijzen buiten beschouwing blijven) juist afgenomen van 6% j-o-j medio 2018 tot 4% in september.

Omdat de CPI binnen de doelzone (4 +/- 2 %-punten) is gebleven en de kerninflatie is afgenomen, heeft de Indiase centrale bank (RBI) de ruimte benut om de groei te ondersteunen. In december 2018 volgde Shaktikanta Das Urjit Patel op als centralebankpresident en sindsdien heeft de RBI de beleidsrente verlaagd met 135 bp, tot 5,15%. Ondanks deze verruimingsmaatregelen is de groei van de kredietverlening afgenomen, tot een tweejaars dieptepunt van 8,8% j-o-j in oktober. Hoewel het gat tussen de beleidsrente en de inflatie dit jaar aanzienlijk is verkleind, zien we nog wel beperkte ruimte om de rente verder te verlagen.

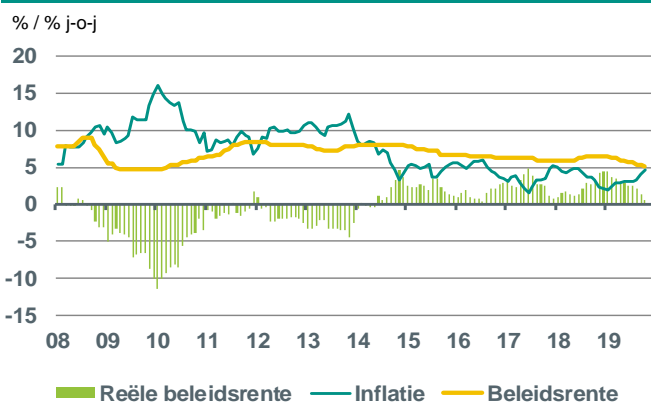
Overheid neemt ook steunmaatregelen via de begroting

Eind september kondigde de Indiase minister van Financiën Nirmala Sitharaman een verlaging van de vennootschapsbelasting aan. Daarbij geldt een voorkeursregime voor nieuwe bedrijven in de verwerkende industrie, die starten tussen 1 oktober 2019 en 31 maart 2023. Met deze belastingverlagingen hoopt de overheid de groei te ondersteunen en een gelijk speelveld te creëren met andere Aziatische landen. Het gemiddelde tarief voor de vennootschapsbelasting zou hiermee omlaag gaan naar 25%, en dat komt meer in de buurt van wat in de regio gebruikelijk is. De overheid raamt de totale uitgaven die met deze belastingverlaging gepaard gaat op USD 21 mld. Er worden meer steunmaatregelen verwacht, in het bijzonder gericht op de auto- en exportsectoren. Ondertussen kwam het begrotingstekort over het tweede kwartaal overeen met bijna 93% van het totale begrote tekort voor het huidige belastingjaar. Het is dan ook waarschijnlijk dat dit jaar de norm van 3,3% van het bbp wordt gemist en het begrotingstekort zich richting de 4% gaat bewegen.

Moody's verandert *rating outlook* voor India naar 'Negatief'

Hoewel de schuldratio de afgelopen jaren is afgenomen (2018: 48% van het bbp), kan dat veranderen als het begrotingstekort flink oploopt en de groei blijft tegenvallen. In 2017 was de verbetering van de overheidsfinanciën een belangrijke factor achter de *rating upgrade* van Moody's naar Baa2. Vorige week veranderde Moody's echter de outlook naar 'Negatief' vanwege zorgen over de begroting in samenhang met risico's voor de groei en institutionele zwakheden. Een van deze zwakheden betreft de vermeende onafhankelijkheid van de centrale bank. In augustus kondigde de RBI een kapitaaltransfer aan de overheid aan van circa USD 25 mld. Dat bedrag was een stuk hoger dan in de voorafgaande jaren, hoger dan de overheid had begroot en ook hoger dan de marktverwachting. Deze ongebruikelijk hoge transfer voedde dan ook de twijfel over de onafhankelijkheid van de RBI. Een verlies aan geloofwaardigheid van de centrale bank kan op de langere termijn contraproductief werken.

RBI heeft beleidsrente dit jaar met 135 bp verlaagd



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Toch is de groei van de kredietverlening afgezwakt



Bron: Thomson Reuters Datastream

Onder Modi-II zijn meer hervormingen nodig

Premier Modi en zijn regeringscoalitie (Nationaal Democratische Alliantie, NDA) deed het goed in de verkiezingen die in april/mei van dit jaar werden gehouden. Daarbij profiteerde hij van het oplopen van de spanningen met aartsvijand Pakistan. Modi's hindoenationalistische BJP verwerf een absolute meerderheid in het lagerhuis. De NDA bezet

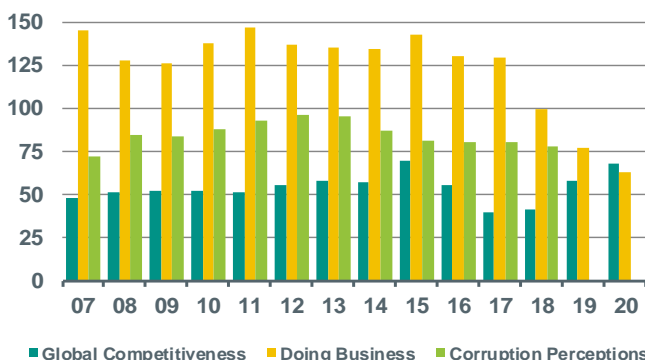
nu meer dan 60% van de zetels in de *Lok Sabha* (grootste meerderheid sinds 1984). De coalitie domineert ook de overheden in de meeste deelstaten, maar heeft geen meerderheid in de Senaat. In principe zou dit versterkte mandaat garant moeten staan voor beleidscontinuïteit en voor verdere hervormingen, die broodnodig zijn om de uitdagingen in de fysieke en institutionele infrastructuur en de financiële sector te lijf te gaan. In zijn eerste termijn (2014-2019) begon Modi met laaghangend fruit zoals het verbeteren van het bedrijfsklimaat. Ook slaagde hij erin om enkele meer controversiële hervormingen door te voeren, waaronder nieuwe faillissementswetgeving, een uniforme omzetbelasting en een bank-biljettenschoonmaak. Door deze hervormingen is India omhoog geschoten op de *Doing Business ranking* van de Wereldbank: van 142/189 in 2015 naar 63/190 nu. Daarentegen laat de daling van India op de laatste *Global Competitiveness ranking* (met tien plaatsen, naar 68/141) zien dat er nog steeds veel structurele uitdagingen zijn (zie ook ons recente BRICS-rapport [hier](#)).

Niet meedoen aan RCEP nadeel bij positionering India in mondiale productieketens

Tijdens de recente top in Bangkok kwamen de tien ASEAN-landen samen met China, Japan, Zuid-Korea, Australië en Nieuw-Zeeland overeen om het zogenoemde *Regional Comprehensive Economic Partnership* (RCEP) begin 2020 te tekenen. De RCEP, een initiatief dat in 2012 startte, is een verdrag op het vlak van onder andere de handel in goederen en diensten, investeringen, economische en technische samenwerking, intellectueel eigendom, concurrentie en het beslechten van geschillen. India besloot echter om zich terug te trekken. India wil zijn protectionistische houding gericht op het beschermen van kwetsbare sectoren (waaronder de landbouw) en bepaalde, onvoldoende concurrerende industrieën niet opgeven. Bovendien heeft India ten aanzien van China zorgen over een vergelijkbare markttoegang. India heeft al een omvangrijk bilateraal handelstekort met China. Op de korte termijn is uitsluiting van RCEP wellicht politiek noodzakelijk, omdat India nu minder concurrerend is dan China. Echter, op de lange termijn zal het India niet helpen zich te positioneren als een industrieel centrum, uiterekend in een periode dat door het conflict tussen de VS en China mondiale aanbodketens aan het verschuiven zijn.

India's Doing Business ranking is verbeterd onder Modi

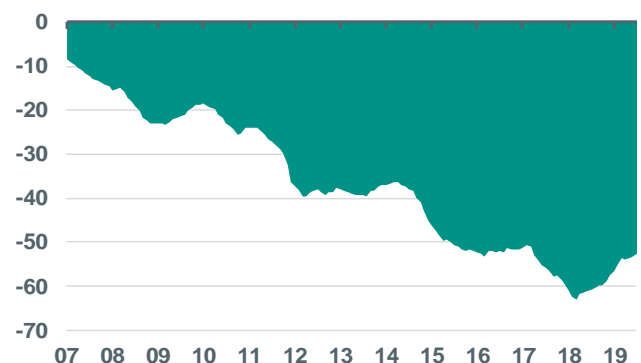
Rankings (1 = beste, gecorrigeerd voor aantal onderzochte landen)



Bron: WEF, Wereldbank, Transparency International, ABN AMRO Econ. Bureau

Handelstekort met China is flink opgelopen

Bilateraal handelssaldo met China, USD mld, 12 maanden' som



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Tot slot: India heeft potentieel, maar risico's blijven

India heeft in het afgelopen jaar wel wat van zijn glans verloren. De economische groei is gedaald naar een zesjaarsdieptepunt van 5,0% j-o-j in het tweede kwartaal. Recente

economische data zijn over het algemeen ook niet echt veelbelovend. Toch denken we dat de groei de komende jaren wat kan versnellen, aannemende dat de versoepeling van het macro-economische beleid gaat doorwerken en de externe omgeving (na een moeilijk 2018-19) gaat stabiliseren. Eén van de belangrijkste risico's die dit herstel zou kunnen doorkruisen houdt verband met zwakheden in de financiële sector. Deze kent uitdagingen op het vlak van de schaduwbanken (geïllustreerd door faillissementen van enkele niet-bancaire leningverstrekkers) en problemleningen bij staatsbanken (geconcentreerd in de energiesector). Een ander risico vloeit voort uit spanningen met de aartsvijand Pakistan, die in de loop van het jaar zijn opgelaaaid vanwege ontwikkelingen in Kashmir. Ook binnenlandse politieke risico's blijven aanwezig, ondermeer verband houdend met spanningen tussen de verschillende religieuze bevolkingsgroepen en de omgang met minderheden. Bij al deze risico's is het een voordeel dat de externe positie van India de afgelopen jaren is verbeterd. Het lopende rekeningtekort daalt naar verwachting dit jaar tot 1,5% van het bbp. Daarnaast zijn de deviezenreserves weer toegenomen en deze dekken nu ongeveer zeven maanden invoer en ongeveer vier maal de kortlopende externe schuld.

Hoofdicatoren economie India

	2016	2017	2018	2019e	2020e
Bbp (% j-o-j)	8.1	7.1	6.8	6.0	6.5
Inflatie (% j-o-j)	5.0	3.3	3.9	3.5	4.0
Overheidssaldo (% bbp)	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5
Overheidsschuld (% bbp)	50	49	48	47	47
Lopende rekening (% bbp)	-0.5	-1.4	-2.4	-1.5	-1.0
Investeringsquote (% bbp)	28	29	29	29	29
Spaarquote (% bbp)	28.5	27.9	28.6	29.0	29.6
USD/INR (ultimo)	67.95	63.93	69.79	71.0	72.0
EUR/INR (ultimo)	71.68	76.74	79.93	79.5	82.8

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 relatiebeheerder 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