

Visie op Latijns-Amerika 2020

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

Onrustige tijden, onzekere vooruitzichten

- ▶ **Politieke onrust houdt regio in de greep**
- ▶ **Inkomensongelijkheid, zwakke groei en corruptiemoeheid belangrijke aanjagers protesten**
- ▶ **Economische groei lijkt eindelijk aan te trekken, maar blijft bescheiden**
- ▶ **Matige groeiversnelling in Brazilië en Mexico, Argentinië blijft in recessie**
- ▶ **Ondanks onrusten blijven groeivoorzichten gunstigst voor Chili, Colombia en Peru**
- ▶ **Druk op wisselkoersen kan monetaire versoepeling onder druk zetten**
- ▶ **Neerwaartse risico's blijven aanzienlijk**

Herstel haperde in 2019 opnieuw

Aan het begin van 2019 dachten we dat na een aantal jaren van tegenvallende expansie de groei in Latijns-Amerika eindelijk zou aantrekken. Nu lijkt de regio af te stevenen op een krimp van 0,4%. In 2018 was de belangrijkste oorzaak van de tegenvallende groei de toegenomen risicoaversie richting opkomende markten als gevolg van de vele mondiale onzekerheden. Dit zorgde voor een sterke depreciatie van veel munten en een verkrapping van de monetaire condities. Politieke onzekerheid speelde in 2018, met verkiezingen in Brazilië, Colombia en Mexico, ook al een rol. De risicoaversie nam tegen de verwachting in uiteindelijk alleen maar toe in 2019.

Economische groei (voorspellingen)

% j-o-j	Gem 10-19	2017	2018	2019 ^e	2020 ^f	2021 ^f
Argentinië	1,4	2,7	-2,5	-3,0	-2,0	2,0
Brazilië	1,3	1,1	1,1	1,0	2,0	2,5
Chili	3,4	1,5	4,0	1,5	2,5	3,0
Colombia	3,7	1,4	2,6	3,0	3,0	3,0
Mexico	2,7	2,1	2,0	0,5	1,5	2,0
Peru	4,5	2,5	4,0	2,5	3,0	3,0
Venezuela	-8,0	-15,7	-18,5	-34,0	-5,0	0,0
Regiogemiddelde	2,3	1,1	0,7	-0,4	1,4	2,3

Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, EIU

Zo sloeg in Argentinië in aanloop naar de verkiezingen het sentiment volledig om, toen steeds meer duidelijk werd dat de peronisten het stokje van president Macri zouden gaan overnemen. In Peru was er sprake van een voortslepende politieke crisis waarbij president Vizcarra vele malen in aanvaring kwam met het parlement. Dit culmineerde in september in een constitutionele crisis, waarbij het parlement ontbonden werd in afwachting van nieuwe verkiezingen in januari 2020. In Venezuela leek de bevolking zich begin dit jaar massaal achter de oppositieleider en zelfbenoemd

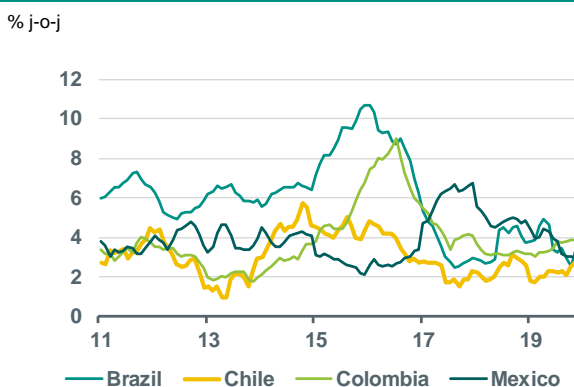
interim-president Guaidó te scharen. In Bolivia moest president Morales in November na hevige protesten tegen zijn herverkiezing het land ontvluchten en in Ecuador werden hervormingen teruggedraaid onder druk van protesten.

Chili en Colombia werden de laatste maanden van 2019 ook getroffen door hevige politieke en sociale onrust. Hierdoor kwam met name in Chili de economische activiteit voor een deel tot stilstand. Valuta's in de hele regio verzwakten ten opzichte van de Amerikaanse dollar; alleen de Mexicaanse peso bleef redelijk stabiel. Naast de politieke ontwikkelingen zorgde de voortdurende onzekerheid over wereldwijde ontwikkelingen zoals het handelsconflict tussen de VS en China er ook voor dat het vertrouwen van bedrijven en consumenten in de regio laag bleef. Gedurende het jaar hebben we vanwege deze combinatie van externe en interne factoren onze groeivoorspellingen voor 2019 voor veel Latijns-Amerikaanse landen diverse keren jaar verlaagd.

Zonder Venezuela ziet het plaatje er iets beter uit

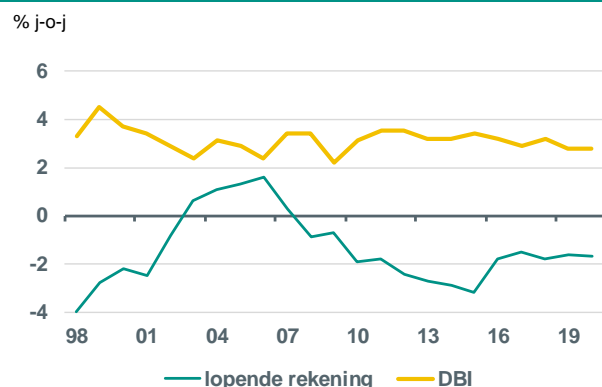
Verder geldt net als in de voorgaande jaren dat de cijfers vertekend worden door de voortrazende crisis in Venezuela. Het op vier na grootste land van de regio zag de economie voor het zesde opeenvolgende jaar krimpen. Volgens cijfers van de EIU is de economie de afgelopen tien jaar met bijna 10% per jaar gekrompen. Het bbp per capita daalde daarbij van ruim USD 10000 in 2010 tot minder dan USD 2000 nu. Laten we Venezuela buiten beschouwing, dan nam de regionale groei af van 1,3% in 2018 tot 0,8% in 2019.

Inflatie in meeste landen onder controle ...



Bron: Bloomberg

... en externe positie nog altijd gunstig



Bron: EIU

Vooruitzichten voor 2020 en 2021 voorzichtig positief

Gebaseerd op ons matig positieve groeiscenario voor de wereldeconomie, een hiermee samenhangende lichte stijging van de grondstofprijzen, en de verdere verruiming van het monetair beleid in de industrielanden ([zie ook: Visie op wereldeconomie – Eerst nog zwak, daarna beter](#)), verwachten we dat in Latijns-Amerika de groei zal aantrekken van -0,4% in 2019 tot 1,4% in 2020 en 2,3% in 2021. Zonder Venezuela komt onze groeiraming voor 2020 uit op 1,6%. De consumptie zal in de meeste landen naar verwachting de belangrijkste groeiaanjager zijn. De investeringen zullen in een aantal landen waaronder Brazilië ook iets versnellen, maar onvoldoende om de lage investeringsquotes werkelijk te doen toenemen.

De groeivertraging van het afgelopen jaar had in veel landen een positief effect op de inflatie en zorgde ook voor een daling van de tekorten op de lopende rekening. Hierdoor kregen veel landen de ruimte om in lijn met de lagere rente in de industrielanden renteverlagingen door te voeren. Vooral Brazilië heeft daarvan geprofiteerd. De beleidsrente is inmiddels teruggebracht tot een historisch laag niveau van 4,5%. De rentebodem lijkt in de meeste landen nu wel in zicht, maar de verwachte verdere monetaire versoepeling in de industrielanden zorgt er in ieder geval voor dat

renteverhogingen in de meeste landen niet nodig zullen zijn en het monetair beleid ruim kan blijven. Een sterke groeiversnelling zit er voorlopig echter niet in. De als maar groter geworden structurele problemen zoals de slechte staat van de infrastructuur, de lage spaar- en investeringsquote en de lage arbeidsproductiviteit als gevolg van slechte scholing zullen ook op de middellange termijn de groei blijven temperen.

Neerwaartse risico's zijn wederom groot

Ook in 2020 blijven de neerwaartse risico's aanzienlijk. Voor de meeste landen geldt dat het risico van grote wisselkoersdalingen als gevolg van toegenomen risicoaversie voorlopig boven de markt blijft hangen. Dat beperkt de ruimte voor (verdere) renteverlagingen en kan landen zelfs noodzaken om de rente te verhogen. Verder blijven politieke risico's aanwezig. De rust lijkt in de meeste landen weer wat te zijn teruggekeerd dankzij toezeggingen van een aantal regeringen om bijvoorbeeld bezuinigingen terug te draaien en politieke eisen in te willigen. De onderliggende oorzaken van de onvrede zoals de hoge mate van inkomensongelijkheid en slechte overheidsvoorzieningen zijn evenwel niet van de ene op de andere dag weggenomen. Het consumenten- en producentenvertrouwen ligt in de meeste landen op een nog laag niveau en kan zo weer een deuk oplopen.

Verschillen in de regio zijn iets minder groot

We gaan ervan uit dat Colombia en Peru de sterkste groeiers van de regio blijven met een verwachte bbp-groei in 2020 van 3%, gevolgd door Chili met een groei van 2,5%. De onzekerheden zijn hier echter groot. Het derde kwartaal van 2019 was in Chili erg sterk, maar het laatste kwartaal zal naar verwachting veel zwakker uitvallen. Gezien de gezonde staat van de openbare financiën is er voldoende ruimte in Chili voor fiscale stimulering. Ervan uitgaande dat de rust volgend jaar terugkeert, verwachten wij dan ook dat de groei van het bbp in 2020 weer zal aantrekken tot 2,5%. Colombia en Peru lieten ook een sterk derde kwartaal zien en hier lijkt de invloed van de politieke onrust op de economie veel bescheidener. We gaan er dan ook van uit dat deze trend zich volgend jaar voortzet. Vooral in Peru was er in de eerste helft van het jaar sprake van een forse vertraging, maar in het derde kwartaal bedroeg de groei weer 3% j-o-j en de indicatoren voor het vierde kwartaal zijn ook gunstig. Vanwege sterke investeringen in de mijnbouwsector verwachten we dat de groei daar volgend jaar verder aan zal trekken.

Sterk derde kwartaal in Andeslanden



Bron: Bloomberg

Groei in Brazilië trekt aan, Mexico blijft achter



Bron: Bloomberg

De Braziliaanse economie zal met een verwachte groeiversnelling van 1 naar 2% het sterkste herstel doormaken. Door de goedkeuring van de langverwachte pensioenhervorming is het ondernemersvertrouwen sterk verbeterd. Hierdoor zal de invloed van de lagere rente volgend jaar niet alleen voelbaar zijn in de vorm van aantrekkende consumptieve kredietverlening, maar ook in sterkere bedrijfsinvesteringen. De vooruitzichten voor Mexico zijn volgend jaar wederom onzeker. In de laatste drie kwartalen van 2019 stagneerde de economische groei. Het ondernemersvertrouwen was laag

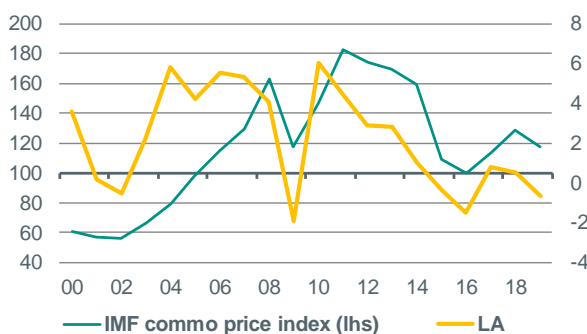
vanwege de aanhoudende onzekerheid over de handelsbetrekkingen met de VS, maar ook vanwege het meer gecentraliseerde economische beleid van de linkse president López Obrador. López Obrador blijft echter populair en het maatschappelijk onbehagen is tot nu toe beperkt. Met het bereiken van een nieuwe handelsovereenkomst tussen de VS, Canada en Mexico verwachten we dan ook dat de economische groei na de forse terugval in 2019 tot 0,5% in 2020 weer aantrekt tot een nog altijd bescheiden 1,5%. Van alle vijf hierboven genoemde landen is de kans op positieve groeiverrassingen het grootst voor Brazilië. Er is sinds de recessie van 2015/16 nog amper sprake geweest van werkelijk herstel en de onderbesteding in de economie is groot.

Argentinië blijft ook in 2020 in recessie

Van de grote zes is Argentinië het enige land dat ook in 2020 afstevent op een verdere krimp. De overwinning eind oktober van de linkse Peronistische presidentskandidaat Fernandez heeft een nog grotere slag toegebracht aan het reeds lage consumenten- en producentenvertrouwen. De nieuwe minister van Economie Martin Guzman heeft gezegd met het IMF in onderhandeling te zijn en te willen praten met de obligatiehouders om te komen tot een ordelijke herstructurering van de buitenlandse schuld. Of dit gaat lukken is echter uiterst onzeker en de angst is groot dat het uitdraait op een chaotisch schuldhervormingsproces met mogelijk een aanzienlijke schuldkijschelding. Kapitaalcontroles hebben de afgelopen tijd de val van de munt wat weten te stuiten, maar de CDS-spreads liggen nog altijd boven de 10000 en de kredietbeoordelaars geven de laagste kredietbeoordeling aan het land. De economische vooruitzichten zijn dan ook zeer onzeker. Op dit moment voorspellen we een krimp van het bbp van 2% in zowel 2019 als 2020 en een licht herstel in 2021.

Grondstofprijzen zijn belangrijk

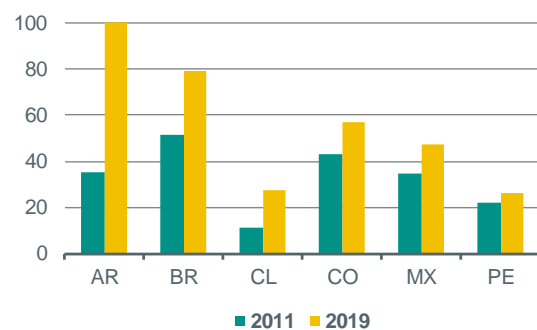
index; % j-o-j



Bron: IMF, EIU

Overheidsschuld overall toegenomen

Overheidsschuld als % bbp



Bron: EIU

Groei al sinds 2014 onder druk

Terwijl de regio tien jaar geleden de mondiale financiële crisis redelijk leek te doorstaan, wil de groei de laatste zes jaar niet echt meer aantrekken. Sinds 2014 ligt de regionale economische groei onder de 2%, ook als we Venezuela niet meetellen. Na een opleving in 2017 is er de afgelopen twee jaar bovendien weer sprake van een dalende groei. Er is een aantal oorzaken aan te wijzen waarom het steeds maar weer verwachte herstel niet van de grond komt. Een belangrijke oorzaak is natuurlijk de sinds 2014 flink lagere grondstofprijzen. De periode van stijgende grondstofprijzen tot 2014 bood ruimte om gedurende de mondiale financiële crisis de overheidsbestedingen te verruimen. Ook omdat de meeste landen in de eerste tien jaar van deze eeuw hun overheidsfinanciën op orde hadden gebracht en de overheidsschuld in de meeste landen laag was.

Dit alles veranderde toen het herstel in de industrielanden na 2009 in met name Europa achterbleef en de groei in China geleidelijk terugviel. Toen in 2013 de Fed de geldkraan dreigde dicht te draaien, de zogenaamde *taper tantrum*, en in

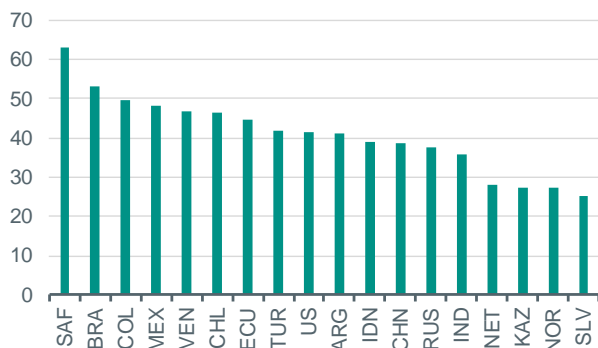
2014 ook de grondstoffenprijzen begonnen te dalen werd het tij steeds ongunstiger. De kapitaalmarktrente in de VS steeg en dit zorgde voor minder animo om te investeren in meer risicovolle opkomende landen. De combinatie van dalende grondstofprijzen en stijgende rentes trof vooral Latijns-Amerika zwaar. De regio is nog altijd een belangrijke grondstoffenexporteur en sinds de mondiale crisis van 2008/09 is de overheidsschuld in veel landen weer opgelopen. De budgettaire ruimte om de economie te stimuleren was in de meeste landen verdwenen en uiteindelijk noopte de situatie van de overheidsfinanciën veel landen juist om bezuinigingen door te voeren. Hierdoor kon er niet geïnvesteerd worden in de verbetering van bijvoorbeeld onderwijs, infrastructuur en gezondheidszorg. Een ander probleem was dat het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans flink was toegenomen evenals de buitenlandse schuld. De angst voor een minder accommoderend monetair beleid in de industrielanden, een mogelijk harde landing in China in combinatie met diverse binnenlandse factoren zorgde mede daardoor sinds 2014 verschillende keren in diverse landen voor forse afwaarderingen van de munt. De inflatie die hierdoor werd veroorzaakt, noodzaakte de monetaire autoriteiten in de regio tot renteverhogingen, wat ook weer ten koste ging van de groei. Sinds 2018 komt daar ook nog eens de dreiging van een handelsoorlog en toegenomen protectionisme bij. De situatie werd in veel landen verergerd door corruptieschandalen. Het *Lava-Jatoschandaal* rondom het Braziliaanse bouwbedrijf Odebrecht dat zich uitstrekte over de hele regio, is hier het bekendste voorbeeld van. Gevolg was dat de structurele factoren die de groei al decennia lang belemmeren, zoals de slechte staat van het onderwijs, de gezondheidszorg en infrastructuur, alleen maar groter werden en belangrijker. Kijkend naar de toekomst ligt hier dan ook de belangrijkste uitdaging voor de regio.

Gemiddeld niet echt arm, maar wel erg ongelijk

Hoewel er landspecifieke elementen zijn aan te wijzen bij de protesten die in veel Latijns-Amerikaanse landen zijn uitgebroken, lijkt een gemeenschappelijke noemer achter het protest verband te houden met woede over zaken als inkomensongelijkheid, corruptie, de slechte staat van onderwijs en gezondheidszorg. De zorgelijke toestand van de meeste economieën en hervormingsmoeheid zijn waarschijnlijk ook een oorzaak. Als we kijken naar de inkomensongelijkheid blijkt dat het bbp per hoofd van de bevolking in Latijns-Amerika weliswaar een stuk hoger is dan in Azië en Afrika, maar dat neemt niet weg dat de inkomensongelijkheid tot één van de meest ongelijke van de wereld behoort. De Gini-coëfficiënt (1 is totale ongelijkheid, 0 is totale gelijkheid) is over het algemeen wel gedaald in de afgelopen jaren, maar blijft met 0,47 hoog. Van de zes grote landen liggen Brazilië, Colombia en Mexico boven dat gemiddelde en Argentinië, Chili en Peru er iets onder.

Ongelijkheid in Latijns-Amerika in perspectief

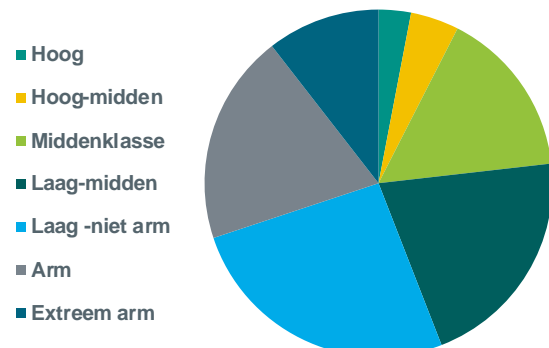
Gini-coëfficiënt (1=volledig ongelijk, 0= volledig gelijk)



Bron: Wereldbank

Inkomensverdeling in de regio

regio gemiddelde, % 2017,



Bron: ECLAC, Social Panorama of Latin America 2019

In de onlangs uitgebrachte jaarlijkse publicatie over de sociale omstandigheden in de regio van de Economische Commissie voor Latijns-Amerika van de Verenigde Naties (ECLAC) wordt gesteld dat op een aantal terreinen de sociale vooruitgang die met name in de eerste tien jaar van deze eeuw plaatsvond, sinds 2015 deels lijkt te zijn teruggedraaid.

Zo is het aandeel van mensen in de regio dat onder de armoedegrens valt tussen 2002 en 2014 gedaald van 45% naar 28%, maar in 2018 weer licht opgelopen tot 30%. Deze toename wordt overigens voornamelijk veroorzaakt door Venezuela en in mindere mate ook door Brazilië en Argentinië. In de andere grote landen zette de daling gewoon door. De ECLAC-data laten ook zien dat de middeninkomensklasse weliswaar aanzienlijk is gegroeid tussen 2002 en 2017, maar dat nog altijd meer dan de helft van de bevolking (56%) tot de lage inkomensgroep behoort (die varieert van extreem arm 11%, arm 20% en laag inkomen niet arm 26%) behoort. Van de ruim 40% die gezien wordt als middeninkomen, behoort de helft tot wat de ECLAC kwalificeert als laag-middeninkomen. Dit zijn degenen die het meeste risico lopen om weer uit de middeninkomensgroep te vallen. Verder geldt dat wie wel goed onderwijs en goede gezondheidszorg wil, daarvoor flink moet betalen, waardoor de uiteindelijke kosten van levensonderhoud voor met name de middeninkomens erg hoog zijn en het vrij besteedbaar inkomen laag. Het rapport laat zien dat meer ongelijkheid vaak samen gaat met een lagere arbeidsproductiviteit. Alleen al vanuit dat oogpunt kan het de moeite waard zijn als het de landen in de regio lukt om de dalende trend van de Gini-coëfficiënt voort te zetten.

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