

# EM Visie Herstel lonkt

Economisch Bureau  
Emerging Markets

19 november 2014

- Gesteund door een groeiversnelling in de industrielanden verwachten we dat de **opkomende markten** in de komende twee jaar een gematigd herstel laten zien. Als belangrijkste risico's zien wij een sneller dan verwachte rentestijging in de VS en het oplopen van de kapitaal-marktrentes, een harde landing in China, en een verdere daling van de grondstofprijzen, om nog maar te zwijgen over (geo)politieke risico's.
- **Azië, nog steeds mondiale groeimotor, ondanks China's afkoeling:** Onder de opkomende economieën blijft Azië het goed doen. We verwachten dat de regionale groei in de komende jaren circa 6% blijft, veel hoger dan in andere regio's. Tegenover de geleidelijke groevertraging in China staat het herstel van India en andere economieën, die profiteren van een groeiversnelling in de VS en de eurozone.
- **Opkomend Europa, Sterk uiteenlopende trends:** De groei in opkomend Europa is in de loop van het jaar vertraagd door het conflict rond Oekraïne en Rusland en het tegenvallende herstel in de eurozone. Wij verwachten dat de komende twee jaar de groei geleidelijk zal aantrekken. Er zullen echter grote verschillen zijn tussen de landen. Rusland zal in het beste geval stagneren en de risico's zijn duidelijk neerwaarts gericht. Tsjechië, Hongarije en Polen zullen ondertussen profiteren van het geleidelijke herstel van de eurozone.
- **Latijns-Amerika, lange leve de VS:** Grootste pluspunt voor de groeivoorzichten in Latijns-Amerika 2015/2016 is het wereldwijde herstel en met name de sterke groei in de VS. Interne ontwikkelingen spelen daarentegen in toenemende mate een negatieve rol.

## Hoofdindicatoren/ramingen

BBP-groei (%)	2013	2014e	2015e	2016e	Inflatie (%)	2013	2014e	2015e	2016e
Opkomend Azië	6.1	6.0	6.0	6.1	Opkomend Azië	4.5	3.8	4.0	4.2
Opkomend Europa	1.7	1.3	1.8	2.6	Opkomend Europa	5.4	6.2	6.1	5.2
Latijns-Amerika	2.4	1.3	2.5	2.9	Latijns-Amerika	8.4	11.6	9.9	8.3
Midden-Oosten/Noord-Afrika	2.2	3.0	3.7	4.0	Midden-Oosten/Noord-Afrika	11.6	6.9	7.0	6.9
<b>Opkomende landen totaal</b>	<b>4.5</b>	<b>4.3</b>	<b>4.7</b>	<b>4.9</b>	<b>Opkomende landen totaal</b>	<b>6.0</b>	<b>5.6</b>	<b>5.5</b>	<b>5.2</b>
Eurozone	-0.7	-0.4	0.9	1.5	Eurozone	2.5	1.3	0.5	0.9
VS	2.3	2.2	2.3	3.8	VS	2.1	1.5	1.7	1.6
Wereld	3.2	3.2	3.8	3.9	Wereld	4.0	3.8	3.8	3.8

Overheidssaldo (%BBP)	2013	2014e	2015e	2016e	Lopende rekening (%BBP)	2013	2014e	2015e	2016e
Opkomend Azië	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	Opkomend Azië	1.0	1.5	1.0	1.0
Opkomend Europa	-1.5	-1.5	-2.0	-2.0	Opkomend Europa	-1.5	-0.5	-0.5	-1.0
Latijns-Amerika	-2.5	-3.5	-3.5	-3.0	Latijns-Amerika	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
Midden-Oosten/Noord-Afrika	0.5	-0.5	-2.0	-2.0	Midden-Oosten/Noord-Afrika	9.0	7.5	5.5	4.0
Eurozone	-2.9	-2.6	-2.4	-2.2	Eurozone	2.6	2.7	2.6	2.5
VS	-4.1	-2.8	-2.6	-2.9	VS	-2.4	-2.4	-2.5	-2.9

Bron: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

\* cijfers opkomende markten zijn afgerond

## Inhoudsopgave

<b>Opkomende markten: Herstel lonkt, risico's blijven</b>	<b>2</b>
<b>Azië: nog steeds mondiale groeimotor, ondanks China's afkoeling.</b>	<b>4</b>
<b>China: Economie blijft geleidelijk afkoelen.</b>	<b>6</b>
<b>Opkomend Europa: Sterk uiteenlopende trends.</b>	<b>8</b>
<b>Latijns-Amerika: lange leve de VS</b>	<b>10</b>

Blijf altijd op de hoogte van onze visie op de economie en sectoren en download de **Market Insights app** via de App Store of Play Store.

Lees meer van het Economisch Bureau op: <https://insights.abnamro.nl/category/economie/opkomende-markten/>

*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*

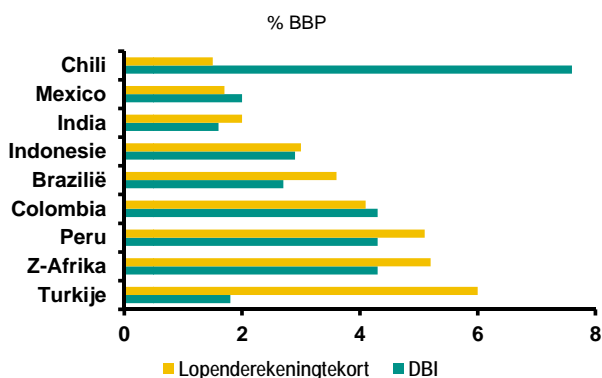
## Opkomende markten: Herstel lonkt, risico's blijven

Het afgelopen jaar bleek minder gunstig voor de opkomende markten uit te pakken dan aanvankelijk gedacht. Groeiramingen voor de meeste BRIC's, zijn neerwaarts bijgesteld en ook veel andere landen groeien minder sterk dan aanvankelijk verwacht. Maar gesteund door een groeiversnelling in de industrielanden verwachten we dat Latijns Amerika en opkomend Europa in de komende twee jaar een gematigd herstel laten zien en dat de groei van Azië blijft hangen rond de 6%. Daarbij wordt de voortgaande geleidelijke vertraging van de groei in China gecompenseerd door een juist aantrekkende groei in India. Azië blijft hoe dan ook met China aan kop de snelst groeiende regio en de groei in Latijns Amerika en opkomend Europa blijft daar ver bij achter. Als belangrijkste risico's zien wij een sneller dan verwachte rentestijging in de VS en het oplopen van de kapitaalmarktrentes, een harde landing in China, en een verdere daling van de grondstofprijzen, om nog maar te zwijgen over (geo)politieke risico's.

### 2014, een niet al te best jaar

Dat de groei in 2014 voor veel opkomende markten zo mogelijk nog teleurstellender was dan in 2013 heeft een aantal oorzaken. Een niet onbelangrijke reden is de groeiontwikkeling in de VS, de eurozone en China, die minder spectaculair bleek dan een jaar geleden werd verwacht. Hiermee samenhangend speelden ook een minder sterk groeiende vraag naar grondstoffen en minder gunstige grondstofprijzen een rol.

### Externe onevenwichtigheden



Bron: EIU

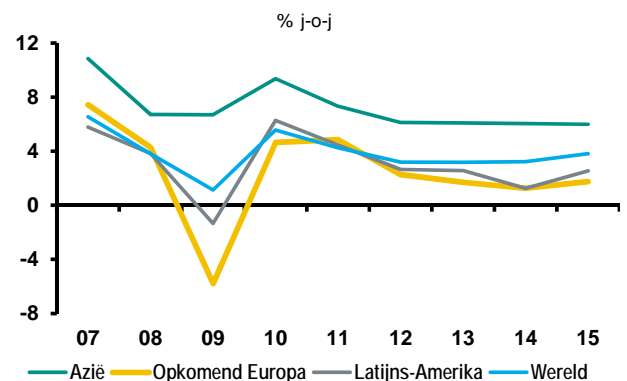
Verder werden opkomende markten vooral in het begin van het jaar opnieuw getroffen door een toegenomen risicoaversie en kapitaal-uitstroom. Aanleiding waren onder meer (geo)politieke turbulentie (Oekraïne, Turkije, Zuid-Afrika en Thailand), vrees voor financiële instabiliteit in China en zorgen over structurele onevenwichtigheden en verslechterde economische fundamenten. Het terugdraaien van het

onconventionele monetaire beleid in de VS en oplopende kapitaalmarktrentes in de industrielanden speelden ook een cruciale rol hierbij. Landen die kampen met aanzienlijke externe onevenwichtigheden, zoals een tekort op de lopende rekening en een sterk gestegen buitenlandse schuld, zagen hun munten sterk onder druk komen.

### Regionale verschillen zijn groot

De verschillen in economische dynamiek tussen de verschillende regio's zijn dit jaar verder toegenomen. In Azië werd een goed tweede kwartaal opgevolgd door een iets minder goed derde kwartaal, maar per saldo blijven de meeste landen sterk groeien en verwachten we dat de regionale groei voor het derde opeenvolgende jaar rond de 6% uitkomt. Daarbij wordt een zwakkere groei in China, Hong Kong, Indonesië, Singapore en Thailand, gecompenseerd door een sterkere groei in India, Zuid-Korea, Taiwan en Maleisië.

### Economische groei



Bronnen: ABN AMRO Economisch Bureau, EIU

In opkomend Europa en Latijns-Amerika is het niet overal kommer en kwel, maar per saldo valt hier het regionale gemiddelde naar verwachting duidelijk lager uit dan in 2013, wat ook al geen bijster goed jaar was. In opkomend Europa zien we daarbij duidelijk een tweedeling tussen de Centraal Europese EU lidstaten enerzijds en Rusland en Oekraïne anderzijds. De eerste groep laat ondanks een tegenvallende groei over het algemeen een duidelijk herstel zien. Rusland en Oekraïne daarentegen ziet een forse terugval als gevolg van de escalatie van het conflict in Oost-Oekraïne, in combinatie met interne onevenwichtigheden. Turkije koelt wel wat af, mede als gevolg van een verkrapping van het monetaire beleid, maar blijft tot de snelste groeiers van de regio behoren.

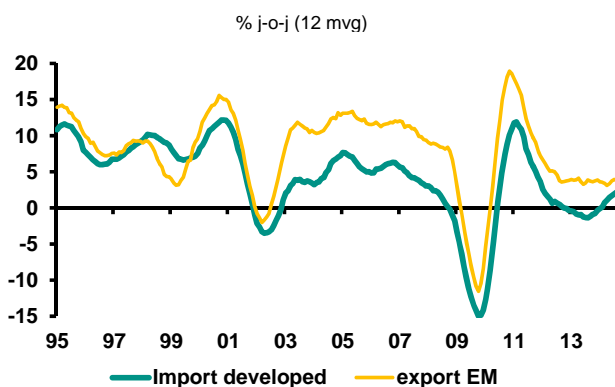
In Latijns Amerika zet de groei in Colombia onverstoort door, evenals de groei in kleinere landen zoals Bolivia, Ecuador en Paraguay. Voor Brazilië, Chili en Peru was de groeivertraging in de eerste helft van het jaar echter

dramatisch. In de tweede helft van het jaar lijkt er wel sprake van enig herstel, maar dit is nog niet erg overtuigend. In Mexico trok de groei na een uiterst zwak 2013 wel iets aan en daar lijkt het herstel in de tweede helft ook een stuk sterker te zijn. Het regionaal gemiddelde van Latijns Amerika wordt verder sterk omlaag getrokken doordat zowel Argentinië als Venezuela in een diepe recessie zijn.

### Export is de sleutel tot herstel

Belangrijk voor het herstel van de groei in opkomende markten is een aantrekkelijke export. Hoewel nog niet al te overtuigend lijkt er sinds medio vorig jaar sprake van een lichte opleving van de importvraag in de industrielanden. Dit zorgde in eerste instantie voor stabilisatie van de exportgroei van de opkomende markten en in de tweede helft van het jaar ook voor een voorzichtig aantrekken van de groei.

### Meer import in industrielanden



Bron: CBS

Ook hier zijn de verschillen wederom groot. In 2013 deed Latijns Amerika het wat betreft de export, met een groei van gemiddeld 5,3%, nog redelijk goed. Vanaf maart 2014 klappt de exportgroei echter in. In Azië zien we daarentegen juist dat na een daling eind 2013 en de eerste maanden van 2014, de export nu weer aan het aantrekken is. Centraal en Oost-Europa laten een vrij wisselend beeld zien, maar kijken we naar de gemiddelde groei over de afgelopen 12 maanden, dan is er sprake van een duidelijke toename van de groei, in lijn met het aantrekken van de importvraag in de eurozone.

### Vooruitzichten: er lonkt herstel, ...

Gesteund door een groeiversnelling in de ontwikkelde landen, lijkt het tij voor de meeste opkomende markten weer ten gunste te keren. Per saldo voorzien we dat de groei in Azië evenals de afgelopen drie jaren, ook in 2015/16 gemiddeld rond de 6% zal liggen en dat de groei in Latijns-Amerika zal aantrekken tot bijna 3% en in opkomend Europa tot 2,5%. Een aantal factoren werkt dit herstel verder in de hand. Met name de combinatie van nog altijd lage inflatie in de industrie landen bij een aantrekkelijke groei, pakt voor de opkomende markten gunstig uit. Dit vermindert het risico van het snel oplopen van

de rente op de internationale kapitaalmarkt aanzienlijk. Daar komt bij dat dankzij het ook komend jaar nog altijd vrij accommoderend monetaire beleid in de eurozone en Japan, het risico van een opdrogen van de liquiditeit gering is, ook nu de VS de monetaire teugels geleidelijk begint aan te trekken. Maar ook de lagere olieprijs werkt in het voordeel van veel opkomende markten, al geldt dat uiteraard niet voor de olie-exporterende landen. Het merendeel van de opkomende markten is echter netto olie-importeur en lagere olieprijsen hebben dan ook zowel een positief effect op de handelsbalans als op de inflatie. Dat laatste wordt overigens deels teniet gedaan door de sterke verzwakking van de meeste munten in de afgelopen periode. Die zwakke munten zorgen dan weer wel voor een verbetering van de concurrentiekracht.

Een andere positieve factor is dat in een aantal belangrijke landen de verkiezingen en de daarmee samenhangende politieke onzekerheid achter de rug zijn. Kijken we naar de BRIC-landen dan zien we dit het meest prominent terug in India, waar na de verkiezing van Modi vorig jaar er een duidelijke omslag in het sentiment is opgetreden. India is nu mede dankzij een beter economisch beleid minder gevoelig voor externe schokken dan een jaar geleden. Daarmee lijkt het risico van een verlaging van de kredietbeoordeling naar sub-investment ook van de baan. Voor India verwachten we dan ook dat de groei aantrekt van 5% in 2014 naar 6% in 2016. Dit compenseert daarmee voor een deel de vertraging in de groei van China van 7,5% in 2014 naar 7% in 2015/16.

In Brazilië is de stemming na de verkiezingen niet verbeterd en onduidelijkheid over het te volgen beleid, samen met grote structurele onevenwichtigheden, maken dat het herstel daar zeer bescheiden zal zijn. Ook voor Rusland blijft de toekomst somber. De lagere olieprijs is hier duidelijk ongunstig en dit komt nog eens boven op de economische gevolgen van het conflict met de Oekraïne.

### ... maar er zijn nog allerlei risico's

In het algemeen geldt dat structurele onevenwichtigheden in opkomend Europa en Latijns Amerika een groot risico vormen voor de groeivoorzichten. Dit is in Azië minder het geval, al staan de Chinese autoriteiten voor de uitdaging om het groeimodel op een ordelijke wijze toekomstbestendiger te maken. Wel geldt voor alle regio's wel dat ze gevoelig zijn voor een sterkere renteverhoging in de VS, omdat dit kan zorgen voor een afnemende risicobereidheid en kapitaaluitstromen (zeker als dit gepaard gaat met het sneller oplopen van de kapitaalmarktrentes dan verwacht). Dit geldt vooral voor landen met een fors tekort op de lopende rekening en/of een aanzienlijke buitenlandse schuld. Ook een sterker dan verwachte afkoeling in China kan het prille herstel wereldwijd de kop in drukken. Veel moeilijker te voorspellen is de impact van geo-politieke conflicten, zoals in het Midden-Oosten. Dit geldt ook voor de impact van sociale onrust, die zoals onlangs weer bleek in Mexico zeer onverwachts de kop op kan steken.

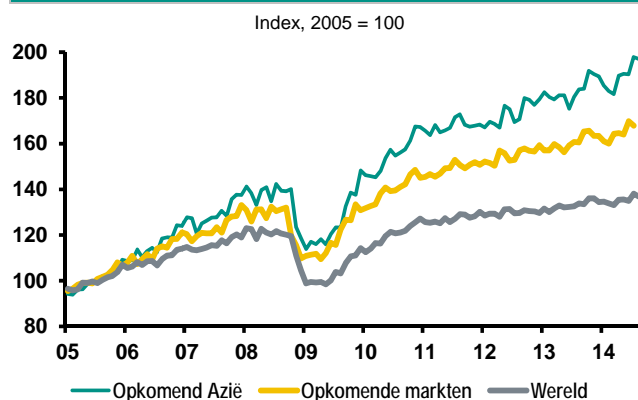
## Azië: Nog steeds mondiale groeimotor, ondanks China's afkoeling

Onder de opkomende economieën blijft Azië het goed doen. We verwachten dat de regionale groei in de komende jaren ongeveer 6% blijft, veel hoger dan in andere regio's. Tegenover de geleidelijke groeivertraging in China staat het herstel van India en andere economieën, die profiteren van een groeiversnelling in de VS en de eurozone. Een tegenvallende groei in de industrielanden en China en een sneller dan verwachte renteverhoging in de VS vormen de belangrijkste risico's.

### Groei veerkrachtig, ondanks terugval in derde kwartaal

Azië blijft veel sterker groeien dan de andere opkomende landen en de industrielanden. Hoewel de binnenlandse situatie per land verschilt, is de toename van de export een algehele steun in de rug. Ondanks een duidelijke terugval eind 2013/begin 2014, zijn de uitvoervolumes van Azië in de loop van 2014 sterker toegenomen dan het mondiale gemiddelde en het gemiddelde voor de opkomende landen.

### Azië: exportvolume stijgt bovengemiddeld



Bron: CPB

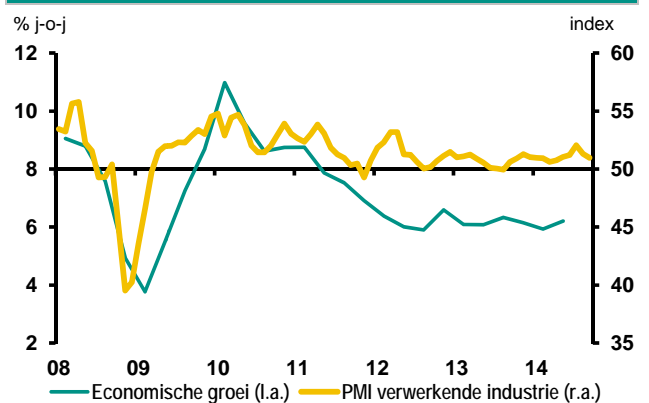
Na een versnelling tot 6,2% j-o-j in het tweede kwartaal, met China en India als aanjagers, zijn er tekenen van een terugval in het derde kwartaal. In China daalde de groei in het derde kwartaal tot 7,3% j-o-j. De correctie op de vastgoedmarkt, de maatregelen tegen schaduwbankieren en de anti-corruptie-campagne drukten de binnenlandse vraag. Ook in Zuid-Korea en Indonesië zwakte de groei iets af. De regionale inkoopmanagersindex voor de verwerkende industrie daalde van 52,0 in juli naar 50,9 in september, maar stabiliseerde in oktober. In Zuid-Korea en Indonesië ligt deze index nu onder de neutrale grens van 50. Dat geldt ook voor Hongkong, waar de demonstraties het ondernemersvertrouwen hebben aangetast.

### De regionale groei blijft in 2014 6% ...

Ondanks de waarschijnlijke terugval in het derde kwartaal verwachten we dat de regionale groei dit jaar rond 6% uitkomt, net als in 2013. De groei in China vertraagt van 7,7% naar net

onder 7,5% (onze prognoses zijn afgerond op een half of heel procentpunt). Verder voorzien we vergeleken met 2013 een lagere groei in Indonesië, Hongkong, Singapore en Thailand. Hiertegenover staat een hogere groei in India, Zuid-Korea, Taiwan en Maleisië. India profiteert van de dynamiek die is ontstaan na de afgetekende overwinning van premier Modi en de BJP in mei. De recente winst van de BJP in deelstaatverkiezingen kan de weg vrijmaken voor meer hervormingen, die tot nu toe weinig om het lijf hadden.

### Azië: economische groei en inkoopmanagersindex



Bronnen: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

### Azië: economische groei

% j-o-j	K1-14	K2-14	K3-14	2014	2015	2016
China	7,4	7,5	7,3	7,5	7,0	7,0
Hongkong	2,6	1,8	2,7	2,0	2,5	2,5
India	4,6	5,7	-	5,0	5,5	6,0
Indonesië	5,2	5,1	5,0	5,0	5,5	5,5
Maleisië	6,2	6,5	5,6	6,0	5,5	5,5
Singapore	4,8	2,4	2,4	3,0	3,5	3,5
Taiwan	3,2	3,7	3,8	3,5	3,5	3,5
Thailand	-0,5	0,4	0,6	1,0	3,5	4,0
Zuid-Korea	3,9	3,5	3,2	3,5	3,5	3,5
Regiogem.	5,9	6,2	-	6,0	6,0	6,1

Bronnen: EIU, Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

### ... evenals in 2015/16, ondanks groeivertraging China

De regionale groei blijft in 2015 en 2016 naar verwachting rond 6%. Ons basisscenario gaat uit van een geleidelijke vertraging in China. We verwachten dat de Chinese groei afzwakt tot 7% in 2015/16. Hiertegenover staat echter een hogere groei in andere exportgerichte Aziatische landen, die kunnen profiteren van het aanhoudende herstel in de VS en de eurozone. Bovendien schudden landen als Hongkong en Thailand de effecten van de politieke onrust van zich af. Volgens onze prognoses blijft China in 2015 en 2016 de snelste groeier,

ondanks de vertraging. De groei in India convergeert geleidelijk naar het Chinese niveau (prognose: 5,5% in 2015 en 6% in 2016). Andere landen met een relatief laag BBP/capita (Indonesië, Maleisië, Filippijnen, Vietnam) blijven eveneens snel groeien. De rijkere landen (Zuid-Korea, Taiwan, Singapore, Hongkong) groeien minder spectaculair.

### Winnaars en verliezers van lagere olieprijs

De gevolgen van de lagere energie- en grondstoffenprijzen verschillen per land. Behalve het inflatie-effect profiteren energie-importeurs als China, India, Zuid-Korea en Indonesië van een lagere energierekening. Voor India en Indonesië vormen de lage energieprijzen een unieke kans om de noodzakelijke hervorming van de brandstofsubsidies door te voeren (Indonesië begon medio november al met het verlagen van deze subsidies). De lagere grondstoffenprijzen hebben ook negatieve effecten voor grondstoffenexporteurs zoals Maleisië, Indonesië en Thailand.

### Inflatiedaling biedt ruimte voor soepeler beleid

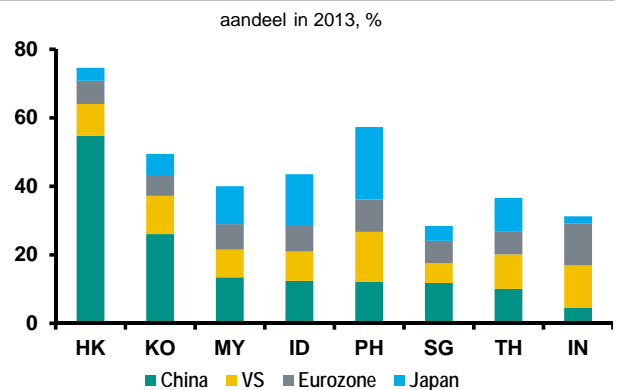
Dankzij de lagere grondstoffenprijzen is de inflatie in de regio verder afgenomen, van 4,1% j-o-j in mei naar 3,0% in september. De kerninflatie bereikte in september het laagste niveau in een jaar (2,1% j-o-j). Wij verwachten dat de regionale inflatie op jaarbasis daalt van 4,6% in 2013 tot 3,7% in 2014. Voor 2015 voorzien we een lichte stijging tot 4%, ervan uitgaande dat het effect van de dalende grondstoffenprijzen geleidelijk wegeeft. Achter deze regionale gemiddelden gaan grote verschillen tussen landen schuil. De inflatie blijft relatief hoog in India (prognose 2015: 7%) en Indonesië (7,5%).

Door de inflatiedaling ontstaat er over het algemeen meer ruimte voor extra (monetaire) stimulering. China heeft onlangs zo'n USD 115 miljard in de binnenlandse banken gepompt en andere gerichte stimuleringsmaatregelen genomen. In Zuid-Korea is de beleidsrente in twee stappen met 50 basispunten verlaagd tot 2%, een historisch laag niveau. In India is door de snelle inflatiedaling de verwachting gegroeid dat de rente eerder wordt verlaagd. Wij zien voor India ook enige ruimte voor renteverlagingen. Toch denken we dat de centrale bank – die behoedzaam opereert sinds de marktonrust vorig jaar – zal wachten tot er meer bewijs is dat de lagere inflatie standhoudt. In Maleisië, Indonesië en de Filippijnen zijn de beleidsrentes de afgelopen maanden juist verhoogd.

### Belangrijkste risico's

Een belangrijk risico voor onze prognose is een lager dan verwachte groei van de relevante handelspartners. De exportbasis van opkomend Azië is vrij divers. In de meeste landen gaat minder dan 50% van de export naar China, de VS, de eurozone en Japan. Dit betekent dat minimaal 50% van de export naar andere landen/regio's gaat, inclusief de rest van opkomend Azië. Toch zou een tegenvallende groei in de industrielanden en/of China natuurlijk een negatief effect hebben op de groeivoorzichten in Azië.

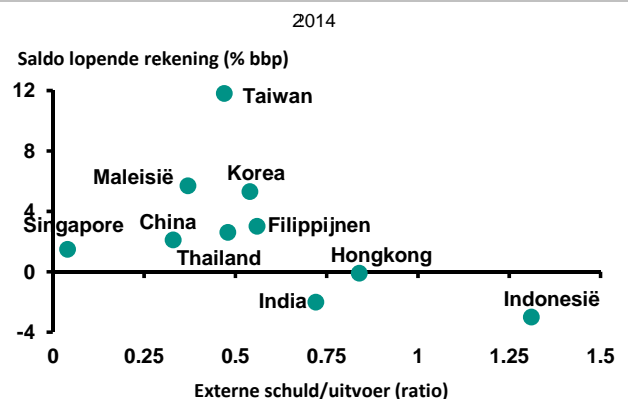
### Exportbestemming Azië: meer dan China



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Een ander risico betreft de verwachte renteverhogingen door de Federal Reserve in 2015 en 2016. Wanneer deze sneller gaan dan verwacht, kan opnieuw marktonrust ontstaan. Dit kan tot hernieuwde kapitaalvlucht uit de opkomende markten leiden. De externe indicatoren van de meeste opkomende landen in Azië zijn over het algemeen goed. Van de twee Aziatische landen die vorig jaar in de vuurlinie lagen, lijkt Indonesië nog altijd kwetsbaar. Het tekort op de lopende rekening en de buitenlandse schuld zijn relatief hoog en de deviezenreserves relatief laag. Wel kan de verlaging van brandstofsubsidies de (energie)consumptie drukken en positief doorwerken op het lopende-rekeningsaldo. Door verstandig beleid is India ten opzichte van vorig jaar veerkrachtiger geworden. Andere kwetsbaarheden in de regio zijn de hoge schulden van huishoudens en (staats)bedrijven (China, Hongkong, Singapore, Maleisië en Thailand) en de kwetsbare overheidsfinanciën (met name in India, Maleisië en Indonesië).

### Azië: externe indicatoren



Bronnen: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

Tot slot kunnen de groeivoorzichten ook geschaad worden door (geo)politieke risico's. Recente ontwikkelingen in Thailand en Hongkong hebben dat opnieuw laten zien. Bovendien wordt China steeds assertiever, waardoor territoriale conflicten rond de Zuid-Chinese Zee van tijd tot tijd de kop kunnen opsteken.

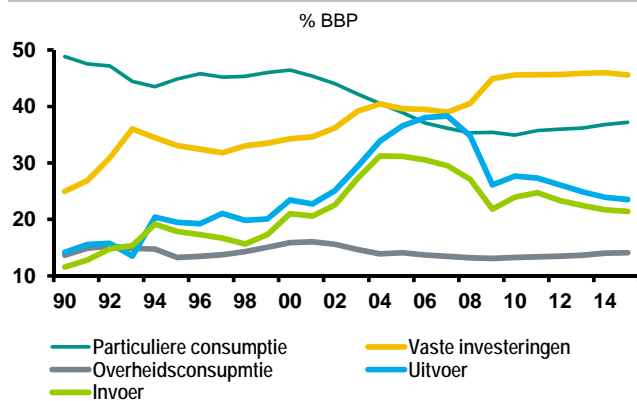
## China: Economie blijft geleidelijk afkoelen

De correctie van de vastgoedmarkt, de maatregelen tegen schaduwbankieren en de anti-corrupciecampagne dragen bij aan de voortdurende economische vertraging van China. Wij denken dat deze afkoeling geleidelijk blijft verlopen. De overheid hecht veel belang aan stabiliteit en zal, indien nodig, overgaan tot gerichte extra stimulering. Wij denken dat de groei afzwakt van 7,7% in 2012 en 2013 naar net onder 7,5% in 2014 en 7% in 2015 en 2016. De belangrijkste risico's betreffen de vastgoedsector, de hoge schuldenlast van lokale overheden en (semi-)overheidsbedrijven, het schaduwbankwezen en (geo)politieke kwesties. Ontwikkelingen in de externe vraag kunnen zowel tot positieve als negatieve verrassingen leiden.

### Hervorming economisch model gaat jaren duren

De autoriteiten willen China's groeimodel aanpassen. Nadat jaren is geleund op publieke investeringen in combinatie met de uitvoer, moet de particuliere consumptie een sterkere rol gaan krijgen. Sinds 1990 is de investeringsratio gestegen van circa 25% naar ruim 45%. Het aandeel van de particuliere consumptie in het BBP is juist gedaald van circa 45% begin jaren negentig naar ongeveer 35%, hoewel sinds 2011 weer een bescheiden stijging plaatsvond.

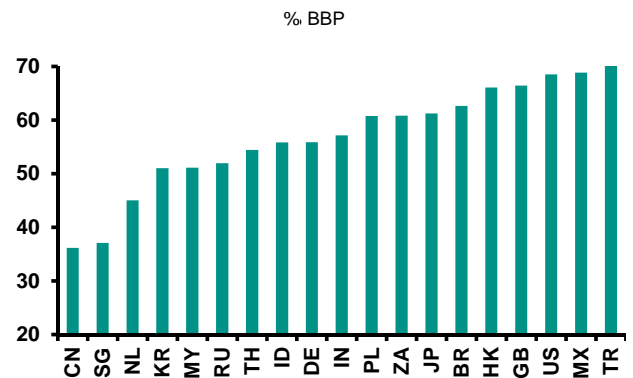
### Samenstelling BBP



Bron: EIU

Toch blijft het BBP-aandeel van de particuliere consumptie laag vergeleken met de grotere industrielanden en andere opkomende economieën in Azië en daarbuiten (o.a. Turkije, Mexico, Brazilië en Rusland). Volgens ons onderschatten de nationale rekeningen echter diverse consumptie-categorieën, waaronder huisvesting en consumptie betaald via werkgevers. Ook zijn huishoudens met een relatief hoog inkomen ondervertegenwoordigd in de onderliggende steekproef. Ondanks dit soort datakwesties is duidelijk dat China nog een lange weg heeft te gaan in de omschakeling naar een meer consumptiegedreven economie. Dit proces gaat nog jaren duren, maar na verloop van tijd wordt China's groeimodel zo wel houdbaar.

### Particuliere consumptie in perspectief

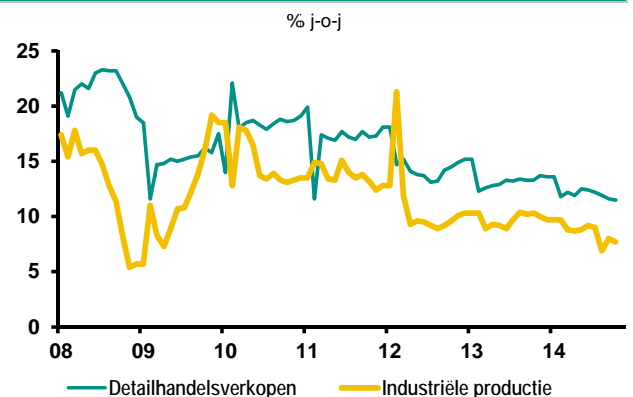


Bron: EIU

### Economie blijft geleidelijk afkoelen

De geleidelijke afkoeling van de economie zet in 2014 door. De groei daalde in het derde kwartaal tot 7,3% j-o-j, het laagste tempo sinds de mondiale crisis, en naar 1,9% k-o-k. De vertraging in het derde kwartaal kwam niet onverwacht. De cijfers over juli en augustus waren zwak, hoewel de meeste cijfers over september wat beter waren. Na een scherpe daling in augustus tot 50,2 (net boven de neutrale grens van 50) stabiliseerde de inkoopmanagersindex voor de verwerkende industrie (PMI) van HSBC/Markit in september en verbeterde deze iets in oktober naar 50,4. De officiële PMI daalde in oktober naar 50,8. Al met al drukken de correctie van de vastgoedmarkt, de maatregelen tegen schaduwbankieren en de anti-corrupciecampagne de binnenlandse vraag. Ook duurt het even voordat stimuleringsmaatregelen effect hebben. Wij verwachten dat de groei in 2014 net onder de officiële doelstelling van 7,5% uitkomt (2012 en 2013: 7,7%).

### Industriële productie en detailhandelsverkoop



Bron: Thomson Reuters Datastream

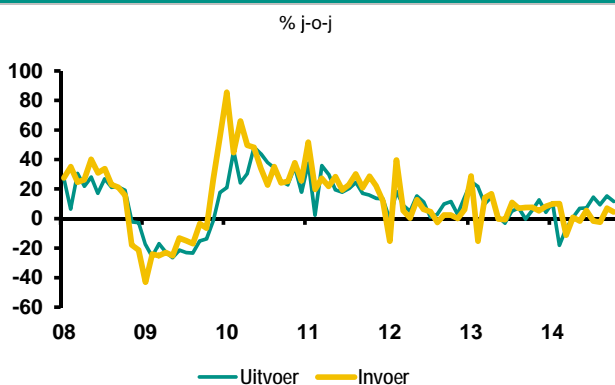
De industriële productie is na de scherpe terugval in augustus weer opgeveerd, maar vertoont nog wel een dalende trend. De

detailhandelsverkoop en de investeringen in vaste activa zetten de neergaande lijn voort en daalden naar respectievelijk 11,5% en 15,9% j-o-j in oktober. Recentelijk is de discussie over de vraag of de detailhandelsverkoop een goed beeld geven van de feitelijke consumptie weer opgelaaid, nadat enkele in China opererende buitenlandse bedrijven een sterke omzetzaling meldde. Hun aandeel in de totale omzet is echter gering. Overigens zijn in de detailhandelsverkoop niet alle huishoudelijke bestedingen meegenomen, maar bevatten deze wel bepaalde verkopen aan bedrijven en overheden.

#### Uitvoer blijft op peil, invoergroei is weer positief

In de periode mei – oktober steeg de export met gemiddeld 11% j-o-j tegen 2,6% in dezelfde periode vorig jaar. Zelfs als voor vertekeningen wordt gecorrigeerd, blijft de export het goed doen. De importgroei op jaarbasis was negatief in juli/augustus, maar weer positief in september en oktober. Wij voorzien geen structureel negatieve importgroei, maar de hoge groeipercentages uit het verleden blijven buiten bereik. Los van deze algemene trends zien we wel dat de invoer van producten zoals juwelen en andere luxeartikelen, waaronder goud, is getroffen, mede door de anti-corruptiecampagne.

#### Uitvoer en invoer



Bron: Thomson Reuters Datastream

#### Kredietverlening, lage inflatie en ruimte voor stimulering

De sterke daling van de kredietverlening in juli was grotendeels te wijten aan speciale factoren. In augustus en september volgde een herstel. In oktober daalde de kredietverlening echter weer, mede door seizoensinvloeden (de jaarlijkse groei van uitstaande bankleningen bleef onveranderd op 13,2% j-o-j). Toch blijft de totale kredietverlening duidelijk onder het niveau van begin 2014. Dit is een logisch gevolg van initiatieven om de rol van het schaduwbankwezen te beperken. Dit komt ook tot uiting in het teruglopend aandeel van aan het schaduwbankwezen gelieerde trustleningen.

De inflatie daalde in september/oktober tot 1,6% j-o-j, het laagste niveau sinds januari 2010 en ruim onder de doelstelling (3,5%). Vanuit dit perspectief is er ruimte voor gerichte stimulering, maar we denken dat de autoriteiten voorzichtig

zullen blijven met grootschalige verruiming. Onlangs bevestigde de centrale bank de invoering van een nieuwe leenfaciliteit, waarmee in september en oktober circa USD 125 mld in het binnenlandse banken-stelsel is gepompt. Andere recente maatregelen zijn de versoepeling van de beperkingen voor woningleningen en –aankopen (het eerste effect hiervan op de vastgoedsector is al merkbaar) en belastingverlagingen en kredietsubsidies voor het midden- en kleinbedrijf.

#### Onze vooruitzichten voor 2015 en 2016

De overheid hecht sterk aan stabiliteit. We verwachten dan ook dat ze indien nodig doorgaat met gerichte extra stimulering. Toch lijken de autoriteiten iets soepeler met de groei-doelstelling om te gaan en hebben ze verklaard niet op alle economische en marktbevingen te zullen reageren. In China wonen nog altijd veel minder mensen in steden (circa 50% van de bevolking) dan in de welvarende economieën. De urbanisatie zal de groei dan ook blijven steunen. In ons basisscenario gaan wij ervan uit dat de economie geleidelijk blijft afkoelen, maar dat een harde landing kan worden voorkomen. Wij voorzien een groei van 7% in 2015 en 2016.

#### Belangrijkste risico's

Het grootste risico voor ons basisscenario schuilt in drie onderling samenhangende factoren: de voortgaande correctie van de vastgoedmarkt, de hoge schuldenlast van lokale overheden en (semi-)overheidsbedrijven en het schaduwbankwezen. De ontwikkelingen in deze sectoren zijn nauw verbonden met de economie en de gereguleerde bankensector. Gelet op China's sterke budgettaire en externe positie, zijn de autoriteiten bereid en in staat om in te grijpen, indien nodig. De kans bestaat echter altijd dat er beleids- of uitvoeringsfouten worden gemaakt. Andere risico's die op de langere termijn spelen, betreffen binnenlandse sociaal-economische en politieke zaken. Verder zijn er ook geopolitieke risico's: China stelt zich in internationaal verband assertiever op. Tot slot, ontwikkelingen in de externe vraag kunnen zowel tot positieve als negatieve verrassingen leiden.

#### Hoofdindicatoren economie China

	2012	2013	2014e	2015e	2016e
BBP (% j-o-j)	7.7	7.7	7.5	7.0	7.0
Inflatie (% j-o-j)	2.6	2.6	2.0	2.5	3.0
Overheidssaldo (% BBP)	-1.6	-1.9	-2.0	-2.0	-2.0
Overheidsschuld (% BBP)	14.7	14.8	16.7	18.4	20.0
Lopende rekening (% BBP)	2.7	2.1	2.0	1.5	1.5
Investeringsquote (% BBP)	46	46	46	46	45
Savingsquote (% BBP)	50.3	49.7	49.0	48.1	47.3
USD/CNY (ultimo)	6.29	6.10	6.17	6.3	6.3
EUR/CNY (ultimo)	8.29	8.41	7.71	7.2	6.3

Overheidssaldo en lop. rekening voor 2014, 2015 en 2016 zijn afgeronde getallen

Bron: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau



## Opkomend Europa: Sterk uiteenlopende trends

De groei in opkomend Europa is in de loop van het jaar vertraagd door het conflict rond Oekraïne en Rusland en het tegenvallend herstel in de eurozone. Volgens recente gegevens waren er wel wat positieve ontwikkelingen in het vierde kwartaal. Wij verwachten dat gedurende onze prognoseperiode de groei geleidelijk gaat aantrekken. Er zullen echter grote verschillen zijn tussen landen in de regio. Zo zal de Russische economie in het beste geval stagneren, terwijl Tsjechië, Hongarije en Polen zullen profiteren van een geleidelijk herstel van de eurozone. De Turkse economie blijft vermoedelijk vrij krachtig groeien, ondanks het relatief krappe monetaire beleid.

### Scherpe afzwakking groei opkomend Europa...

In het afgelopen jaar is de groei in opkomend Europa verder vertraagd, namelijk van 2,7% in het vierde kwartaal van 2013 tot een geschatte schamele 1.3% in het derde kwartaal van dit jaar. In essentie weerspiegelt dit twee factoren. Allereerst natuurlijk het conflict rond Oekraïne en Rusland. De Oekraïense economie is hierdoor ingestort. In Rusland zijn door de kapitaaluitstroom, in combinatie met de groeiende onzekerheid, de vooruitzichten voor de bedrijfsinvesteringen verslechterd, terwijl de sterke stijging van de inflatie als gevolg van de vrije val van de roebel de koopkracht van huishoudens heeft uitgehold. Door het conflict stevent de Russische economie af op een recessie, als zij daar niet al in is beland. Het conflict heeft ook een negatieve uitstraling naar andere landen in de regio. In Tsjechië, Hongarije en Polen zijn ondanks betere vooruitzichten de vertrouwensindicatoren in de afgelopen maanden over het algemeen teruggelopen.

De tweede factor die de groei in de regio drukte, was het trager dan verwachte herstel in de eurozone. Deze regio geldt als de belangrijkste exportbestemming voor opkomend Europa. Dat verklaart ook de sterke correlatie tussen de twee regio's.

### Economische groei

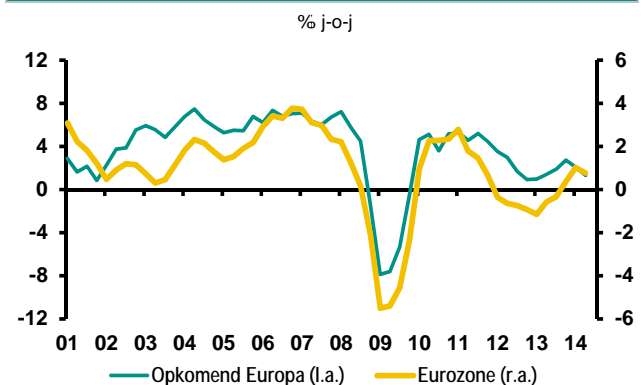
% j-o-j	14K1	14K2	14K3	2014	2015	2016
Tsjechië	2,6	2,5	2,3	2,5	3,0	3,0
Hongarije	3,7	3,9	3,2	3,0	2,5	2,5
Polen	3,4	3,5	3,3	3,5	3,5	4,0
Roemenië	3,9	1,2	3,2	2,5	3,0	3,5
Rusland	0,9	0,8	0,7	0,5	0,5	1,5
Turkije	4,7	2,1		3,0	3,5	4,0
Oekraïne	-1,2	-4,6	-5,1	-6,5	1,0	3,5
Regiogemiddelde	2,1	1,3		1,3	1,8	2,5

Bron: ABN AMRO, EIU, Thomson Reuters Datastream

### ...maar lichtpuntjes in het vierde kwartaal

De eerste cijfers duiden erop dat er enkele positieve ontwikkelingen waren in het vierde kwartaal. Dit kwam tot uiting in de inkoopmanagersindices van de verwerkende industrie voor oktober. De index voor Polen kwam weer boven 50, het omslagpunt tussen groei en krimp, terwijl die van Turkije steeg en voor de derde achtereenvolgende maand boven deze grenswaarde bleef. Dit doet vermoeden dat deze economieën het dieptepunt zijn gepasseerd. De inkoopmanagersindex was in Rusland iets lager maar liet in de andere landen in de regio per saldo een bescheiden verbetering zien. Gemiddeld steeg de index voor de industrie in opkomend Europa in oktober van 50,6 naar 51,1.

### BBP opkomend Europa en eurozone



Bron: Thomson Reuters Datastream

### Wij zien enkele positieve ontwikkelingen...

Wij denken dat de groei in opkomend Europa tijdens onze prognoseperiode geleidelijk aantrekt. Hierbij moet wel worden aangetekend dat de trends binnen de regio sterk uiteen zullen lopen. Laten we beginnen met de positieve kant van het verhaal. Dankzij de langzaam aantrekkende groei in de eurozone in 2015 en 2016 zullen de exportvooruitzichten voor landen als Polen, Tsjechië en Hongarije verbeteren. In deze landen zal bovendien de binnenlandse vraag toenemen, gesteund door de verdere verbetering van de arbeidsmarkt en de geleidelijke loongroei. Dit zou zich moeten vertalen in een sterkere economische groei. Wat Hongarije betreft, zijn wij echter wat voorzichtiger vanwege het onorthodoxe economisch beleid van de regeringspartij Fidesz. Bovendien zullen er de komende jaren naar verwachting minder EU-gelden beschikbaar zullen zijn dan in 2014. Een krachtiger herstel van de eurozone zal ook de Turkse economie steunen, al blijft het monetaire beleid hier vermoedelijk relatief krap.

### ...maar conflict rond Oekraïne/Rusland blijft een risico

De negatieve kant van het verhaal betreft Rusland en Oekraïne. Wij denken nog steeds dat beide landen op een

bepaald moment tot het besef komen dat er hoe dan ook een oplossing moet komen, maar de recente ontwikkelingen vereisen een grotere terughoudendheid. Door de verkiezingen van de separatisten in Oost-Oekraïne en de erkenning door Rusland van 'de wil van de inwoners van de regio' is het onwaarschijnlijk dat de sancties van de VS/EU op korte termijn versoepeld worden. De kapitaaluitstroom uit Rusland zal dus vermoedelijk aanhouden. Om de roebel te beschermen, moest de Russische centrale bank de rente agressief verhogen. Hierdoor zijn de kredietvoorwaarden aangescherpt. Waarschijnlijk moet de rente verder worden verhoogd om de val van de roebel te stoppen

Een andere negatieve factor voor Rusland is de scherpe daling van de olieprijs in de afgelopen maanden. Omdat de roebel sneller is gedaald dan de olieprijs, is een vat Oeral-olie, uitgedrukt in roebel, feitelijk duurder geworden. Hierdoor zal het effect op de begroting klein zijn. Wel is het zo dat er omdat er per vat olie minder dollars binnenkomen en het land door de sancties moeilijk aan harde valuta kan komen, het risico bestaat dat de kapitaalvlucht intensifieert. Dit zou de investeringsvooruitzichten nog verder aantasten. In het beste geval zal de Russische economie de komende jaren dan ook stagneren. Wij hebben onze BBP-raming voor 2015 verlaagd van 1,0% naar 0,5% en voor 2016 voorzien wij een groei van slechts 1,5%. Cijfers die ver achterblijven bij de groei van 4% in de laatste paar jaar.

#### Monetair beleid in Rusland en Turkije blijft krap...

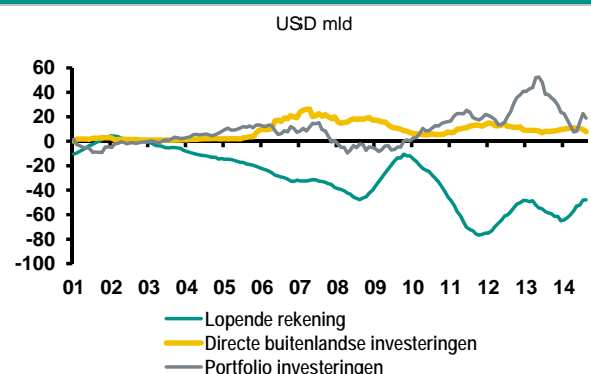
De sterk uiteenlopende vooruitzichten zijn de reden waarom wij grote verschillen in monetair beleid verwachten. Zoals gezegd, moet de Russische centrale bank (CBR) op korte termijn meer doen om de val van de roebel te stoppen. Vermoedelijk zal de CBR pas eind 2015 haar beleid weer versoepelen, mits de scherpe kantjes dan van het conflict af zijn en de roebel is gestabiliseerd. Ook de Turkse centrale bank (CBRT) zal waarschijnlijk een vrij restrictief monetair beleid blijven voeren. Sinds september van dit jaar heeft de CBRT de interbancaire rente met ongeveer 200 basispunten omhoog gedrukt. Gezien het nog altijd forse tekort op de lopende rekening, de hardnekkige inflatie, de verwachte renteverhogingen door de Fed in 2015 en de geopolitieke onrust in buurlanden, blijft de CBRT voorlopig waarschijnlijk een relatief restrictieve koers varen.

#### ...terwijl CE-3 landen een zeer ruim beleid voeren

Het monetair beleid in de Centraal-Europese landen blijft gedurende onze prognoseperiode vermoedelijk zeer ruim. Polen kent al vier maanden een negatieve inflatie en door de recente daling van de olieprijs kan de inflatie nog verder afnemen. Voor de Poolse centrale bank was dit reden om in oktober de beleidsrente te verlagen van 2,5% naar een absoluut laagterecord van 2,0%. Dat de rente in november niet verder is verlaagd, komt waarschijnlijk doordat we in die maand wat betere economische cijfers hebben gezien. Een

verder dalende inflatie zou de centrale bank kunnen doen besluiten om de rente verder te verlagen. Bovendien zal de aanzienlijke onbenutte capaciteit in de economie de prijsdruk beperken. De eerste renteverhoging verwachten wij dan ook niet voor 2016. Hongarije is eveneens in deflatie beland. De centrale bank heeft haar beleid nog niet verder verruimd, maar nu ook de kerninflatie geleidelijk afneemt, behoren verdere renteverlagingen in 2015 duidelijk tot de mogelijkheden. Ook de Hongaarse rente zal niet voor 2016 worden verhoogd. In Tsjechië is de situatie iets gunstiger en loopt de inflatie licht op. Verdere monetaire verruiming ligt hier dus niet voor de hand. De Tsjechische centrale bank (CNB) liet de beleidsrente op haar laatste vergadering dan ook ongewijzigd op 0,05% en handhaafde het koersdoel voor de EUR/CZK op 27. Door de recente daling van de olieprijs en de omvangrijke onbenutte capaciteit in de economie zal de inflatedruk echter relatief beperkt blijven. Wij denken dat de CNB pas in het begin van 2016 haar valutainterventies zal terugdraaien, terwijl de eerste renteverhoging nog langer op zich zal laten wachten.

#### Turkije: Tekort lopende rekening een bron van zorg



Bron: Thomson Reuters Datastream

#### Geopolitieke situatie en Fed belangrijkste risico's

De grootste bedreiging voor onze visie is dat het conflict rond Oekraïne en Rusland escaleert. Als Rusland de rebellen blijft steunen, worden de sancties waarschijnlijk opgevoerd, met een sterkere daling van de investeringen en een nog diepere val van de roebel als gevolg. Een verdere daling van de olieprijs zou de roebel eveneens kunnen doen verzwakken. In een uiterst risicoscenario mondt dit uit in een financiële crisis doordat mensen op grote schaal proberen roebels om te wisselen in stabielere valuta's. En dan Turkije. De strijd aan de zuidgrens tussen Isis en de Koerden vormt een geopolitiek risico. Verder is het Turkse tekort op de lopende rekening iets kleiner geworden maar het blijft nog altijd groot. Bovendien is dit tekort vooral gefinancierd met beleggingskapitaal, dat mogelijk snel teruggetrokken wordt wanneer het markt-sentiment verslechtert als de Fed de rente sterker en/of sneller dan verwacht verhoogt. Een laatste risicofactor is de economische groei in de eurozone. Een tegenvallende groei zal niet ongemerkt aan opkomend Europa voorbijgaan.

## Latijns-Amerika: lange leve de VS

Sinds 2009 is de groei in Latijns-Amerika niet meer zo laag geweest. Met een geschatte groei van net 1% is Latijns-Amerika in 2014 de traagst groeiende regio binnen de opkomende markten. Ook het verwachte herstel in de tweede helft van het jaar lijkt niet zo sterk. In 2015/2016 verwachten we een opleving van de regionale groei maar de groei blijft net als in de afgelopen jaren achter bij de groei van de wereldeconomie. De opleving in de industrielanden en met name het sterke herstel in de VS is de belangrijkste oorzaak van de verbetering. Interne ontwikkelingen spelen daarentegen in toenemende mate een negatieve rol. Verslechterde structurele omstandigheden maken dat in de meeste landen de ruimte voor begrotingsmaatregelen en de ruimte voor monetaire stimulering beperkt is.

### In 2014 het slechtste jongetje van de klas

Terwijl we een jaar geleden voorspelden dat de groei zou aantrekken van 2,4% in 2013 naar 3,5% in 2014, mogen we nu blij zijn als de groei op 1% uitkomt. Ons toen geschetste risicoscenario lijkt het basisscenario te zijn geworden: tegenvallende groei in de ontwikkelde landen en China, plus effecten van politieke onzekerheden en een toename van risicoaversie. Toegenomen interne onevenwichtigheden versterken de invloed van een minder sterk mondiaal herstel. Dit maakt de regio vatbaar voor toegenomen risicoaversie in aanloop naar een minder accommoderend monetair beleid in de VS, met als resultaat een groeivertraging in plaats van het verwachte herstel.

### Economische groei

% j-o-j	K4-13	K1-14	K2-14	2014	2015	2016
Brazilië	2,2	1,9	-0,9	0,5	2	2,5
Chili	2,7	2,4	1,9	2,5	3	3,5
Colombia	5,4	6,4	4,2	5	4,5	4,5
Mexico	0,7	1,9	1,6	2,5	4	4
Peru	6,9	5,1	1,7	3,0	4	4
Argentinië				-1	0	2
Venezuela				-2,5	-0,5	1
Gemiddeld				1,3	2,5	2,9

Bron: EIU, Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Met uitzondering van Colombia presteren de zeven grootste economieën slecht. Voor zowel Argentinië en Venezuela voorspelden we een jaar geleden een licht positieve groei. Hoewel data weinig betrouwbaar zijn, lijkt er geen twijfel mogelijk dat deze landen in een recessie zitten. Daarbij kampen ze met een sterke verslechtering van hun externe financiële positie en toenemende problemen met het nakomen van de buitenlandse-schuldverplichtingen. Beide landen nemen gezien hun politieke koers en hun macro-economisch

beleid een uitzonderingspositie in de regio in, maar onzekerheid over de politieke koers en het te volgen economisch beleid speelden met algemene verkiezingen in maar liefst zeven landen in veel landen een rol. Daarbij laten niet alleen de investeerders maar ook de consumenten, lange tijd aanjagers van de groei, het in steeds meer landen afweten. Volgens schatting daalt de bijdrage van de particuliere consumptie aan de groei van iets meer dan 4 procentpunt (pp) in 2010 naar minder dan 1,5 pp in 2014. De bijdrage van de investeringen daalt in dezelfde periode van 3,4 pp naar licht negatief. In Brazilië werden in aanloop naar de verkiezingen investeringsbeslissingen opgeschort en sloeg het voorzichtige herstel van de investeringen in 2013, begin 2014 om in een aanzienlijke krimp. In Chili lijkt onzekerheid over het te voeren beleid van de nieuwe socialistische regering onder leiding van president Michelle Bachelet mede oorzaak van de sterke daling van de groei in het tweede kwartaal. Maar hoofdoorzaak lijkt hier toch vooral de daling van de export van koper.

In Peru, waar onzekerheid over de te varen economische koers veel minder een rol speelt, daalde de groei in dezelfde periode vrijwel even sterk. Colombia is de belangrijkste uitzondering. De verkiezingen in het voorjaar gingen daar niet gepaard met een daling van het vertrouwen en zowel de investeringen als de consumptie namen verder toe. In Mexico viel de groei in de eerste helft van het jaar tegen. Dit is echter wel vrijwel het enige land waar er in de tweede helft van het jaar daadwerkelijk sprake lijkt te zijn van een forse kentering, gestimuleerd door het herstel in de VS en belangrijke hervormingen in de energiesector. Opvallend is overigens dat kleinere economieën, zoals Bolivia, Ecuador en Paraguay het met een verwachte groei van meer dan 4% erg goed doen.

### Ruimte voor monetaire stimulering gering

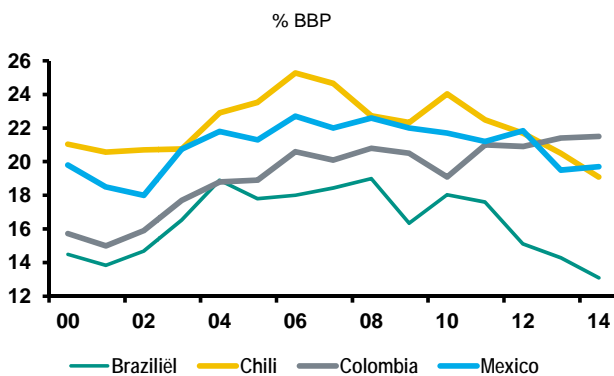
Structurele tekortkomingen zorgen er voor dat veel landen met problemen aan de aanbodkant kampen, ondanks de lagere groei. Dit zorgt voor een olopemde of hoog blijvende inflatie. Hierdoor zien we dat in de landen waar de groei vertraagde de inflatie hoog bleef (Brazilië) of sterk toenam (Chili). In de vette jaren zijn in grote delen van de regio, met name ook in Brazilië, grote stappen zijn gezet bij het verminderen van de armoede en ook de inkomensongelijkheid iets is afgenomen. Er is echter veel minder vooruitgang geboekt bij het verbeteren van de gebrekkige infrastructuur en het onderwijs. Zo zorgt gebrek aan goed geschoold personeel en een lage arbeidsproductiviteit ervoor dat ook in de landen waar de groei hapert de werkloosheid laag blijft en de loonstijgingen aanzienlijk. Een andere factor is protectionisme. In zijn meest extreme vorm zien we dat in Argentinië en Venezuela, waar het overheidsbeleid niet alleen leidt tot misallocatie, maar ook tot daadwerkelijke schaarste en rantsoenering van goederen en diensten, met een levendige zwarte markt als gevolg.

Verder zijn de munten van veel landen als gevolg van een toegenomen risicoaversie aanzienlijk verzwakt en ook dat heeft een inflatoir effect. De lagere olieprijs zal in de komende tijd wel een drukkend effect hebben op de inflatie en daardoor verwachten we dat met name Chili en Peru nog ruimte hebben om de rente iets te verlagen. In Brazilië lijkt daarentegen het einde van de monetaire verkrapping nog niet in zicht. Overigens is de inflatie in alle landen, met uitzondering van Argentinië en Venezuela, onder de 10%. Dat is ver weg van de hyperinflatie die zo kenmerkend was voor de jaren tachtig en begin jaren negentig.

#### Dalende besparingen andere groei belemmerende factor

In de hele regio is er ook weinig gedaan om in de vette jaren tussen 2003 en 2011 (met een klein dipje in 2009) de besparingen te verhogen en zo minder afhankelijk te worden van buitenlands kapitaal.

#### Spaarquote



Bron: EIU

Na de financiële crisis in 2009 daalden de besparingen in veel landen zelfs in rap tempo, terwijl de kredietgroei tot 2013 redelijk sterk bleef. De daling van de spaarquote vond in vrijwel alle grote landen plaats, maar Brazilië spande met een toch al lage spaarquote de kroon. Daar daalde de spaarquote van een hoogtepunt van 19% van het BBP in 2008 naar een ook historisch gezien laag niveau van slechts 13% van het BBP nu. De gemiddelde spaarquote in de regio komt uit op maar 17% en ligt daarmee zowel onder het gemiddelde niveau van de niet-OECD landen (34%) maar ook onder het niveau van de OECD (20%).

De daling van de besparingen komt voor een deel op het conto van een verslechtering van de overheidsfinanciën. Dat maakt het voor de meeste landen ook lastig om via een expansief begrotingsbeleid structurele tekortkomingen zoals onderwijs en infrastructuur aan te pakken en zo de economie niet alleen op de korte termijn, maar ook op voor de langere termijn een impuls te geven. De investeringen daalden ook, maar minder dramatisch. Het regionale gemiddelde nam af van een top van 21% in 2008 tot naar schatting 19% in 2014. De

investeringsquote is het laagst in Brazilië (17%) en het hoogst in Peru en Colombia (26%). Dalende besparingen zien we ook terug in een toenemend tekort op de lopende rekening. Daarbij daalt het deel dat gedekt wordt door directe buitenlandse investeringen en neemt ook de buitenlandse schuld toe. De structuur van de buitenlandse schuld is in de meeste landen wel gezond, wat zich vertaalt in nog altijd gunstige rente en aflossingsbedragen. Bovendien is het niveau van de internationale reserves nog hoog. Dat neemt niet weg dat het landen kwetsbaar maakt voor negatieve ontwikkelingen. Mocht de rente op de internationale kapitaalmarkt onverwacht sterk oplopen dan kunnen deze ratio's snel verder verslechteren.

#### Vooruitzichten voor 2015/2016; lange leve de VS

Grootste pluspunt voor de groeivoorzichten in Latijns-Amerika 2015/2016 is het wereldwijde herstel en met name de sterke groei in de VS. Plezierig is ook dat voor de meeste landen politieke onzekerheid in de komende twee jaar minder een rol speelt. Grootste uitzondering is Argentinië, waar tot de verkiezingen eind 2015 geen verbetering wordt verwacht. Een andere positieve ontwikkeling, met name voor Chili en Peru, is een lagere olieprijs. Voor Argentinië, Brazilië, Colombia en Mexico is dit minder het geval. Een lagere olieprijs heeft weliswaar ook hier een drukkend effect op de inflatie, maar daar staat tegenover dat een deel van de positievere toekomstverwachting hier gebaseerd is op de verdere ontwikkeling van de oliesector. Investeringen zouden bij een lagere olieprijs wel eens lager kunnen uitvallen.

Op grond hiervan verwachten we een opleving van de regionale groei naar 2,5% in 2015 en 2,9 in 2016. Dit is hoger dan de groei in opkomend Europa en hiermee is Latijns-Amerika niet meer de slechtste leerling van de klas, maar wel blijft de groei opnieuw achter bij de mondiale groei. De verslechterde structurele omstandigheden zijn de belangrijkste reden dat de groeiprognozes voor de komende periode in vergelijking met de groei in de VS en de mondiale groei relatief somber blijven en de risico's groot. Kijken we naar de afzonderlijke landen dan zullen Colombia en Mexico het meest profiteren van de sterke groei in de VS. Daar verwachten we dan ook in 2015/2016 een groei van rond de 4%. In Chili en Peru zal een minder sterke groei in China een drukkend effect hebben op het herstel. Beide landen hebben daarentegen nog redelijk ruimte voor een stimulerend economisch beleid. Naar verwachting zal de groei daar in 2016 rond de 4-4,5% in 2016 uitkomen. Brazilië blijft het grootste vraagteken. We voorzien nu dat structurele onevenwichtigheden daar ook de komende jaren een grote rol blijven spelen en verwachten daarom dat de groei niet boven de 2% zal uitkomen. Grootste risico's zijn gezien ook de toegenomen onevenwichtigheden op de betalingsbalans een sterker oplopende rente op de internationale kapitaalmarkt en een sterkere daling van de export van grondstoffen. Maar ook sociale onrust kan nu het hat minder gaat zo maar weer de kop opsteken. De recente protesten in Mexico zijn hier een goed voorbeeld van.