

07 December 2015

Recessie dendert door

Marijke Zewuster
 Hoofd Opkomende Markten
 Tel: +31 20 383 0518
 marijke.zewuster@nl.abnamro.com

- **Economische neergang komt in stroomversnelling**
- **Groeiramingen voor 2015/16 aangepast naar -3,5 en -2%**
- **Politieke onzekerheid blijft voorlopig groot**
- **Herstel van vertrouwen is nog ver weg**

2015 was een dramatisch jaar en er is nog geen zicht op verbetering

De economische neergang is dit jaar in een stroomversnelling gekomen. De real is flink onderuit gegaan. De politieke onrust duurt voort. Het corruptieschandaal rondom de staatsoliemaatschappij Petrobras dijt steeds verder uit. Daar komt nu bij dat de voorzitter van het Lagerhuis, Eduardo Cunha van de PMDB, het mogelijk heeft gemaakt om een aftredingsprocedure tegen president Dilma Rousseff in gang te zetten. Dit alles maakt het steeds lastiger om de neerwaartse spiraal waarin het land is geraakt te doorbreken. Of de aftredingsprocedure uiteindelijk ook doorgaat is nog onzeker. Wat wel zeker lijkt, is dat dit de komende tijd voor nog meer onzekerheid zorgt. Het zal maanden in beslag nemen en het is zeker geen gelopen race. Bovendien is het zeer de vraag of een regering onder leiding van vicepresident Eduardo Temer van de PMDB wel voor een noodzakelijke opleving van het vertrouwen kan zorgen. De problemen waar het land voor staat zijn aanzienlijk en de risico's blijven groot.

Consumentenvertrouwen blijft laag



Bron: Bloomberg

Groeiramingen opnieuw aangepast

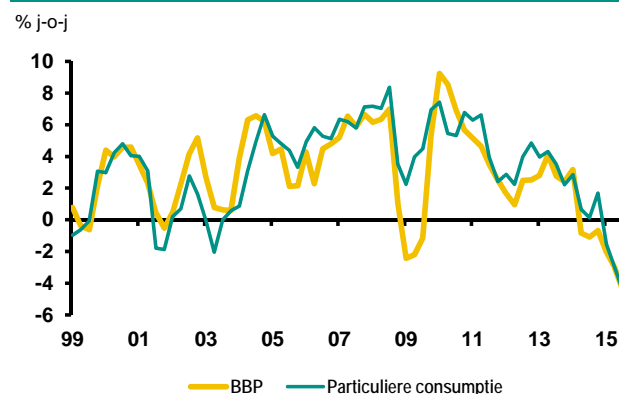
Op grond van de recente economische ontwikkelingen hebben we de groeiraming voor 2015 bijgesteld van -3% naar -3,5% en voor 2016 van -1 naar -2%. Pas in 2017 zal de groei naar verwachting weer in de plus terecht komen. Structurele problemen en de

invloed van een restrictief economisch beleid staan ook dan een uitbundig herstel in de weg. We handhaven dan ook de 1,5% groeiverwachting voor 2017.

Sterke krimp in derde kwartaal...

De onlangs gepubliceerde groeicijfers over het derde kwartaal waren slechter dan verwacht, terwijl de krimp in de eerste helft van het jaar ook naar boven werd bijgesteld. In vergelijking met een kwartaal eerder kromp de economie met 1,7%, na een daling van 2,1% in het tweede kwartaal. In vergelijking met een jaar eerder bedroeg de krimp 4,5%, na -3% in het tweede kwartaal. De binnenlandse vraag schrompelde verder ineen. De investeringen namen met bijna 15% af ten opzichte van een jaar eerder en de particuliere consumptie met 4,5%. De sterke daling van de binnenlandse bestedingen en de zwakke munt zorgden voor een daling van de import met liefst 20% j-o-j, maar het herstel van de export zette niet door. In vergelijking met het vorige kwartaal daalde de export met 1,8%, maar ten opzichte van een jaar eerder was er nog sprake van een lichte stijging met 1,1%. Het lijkt erop dat het voordeel van de zwakke munt en geleidelijk dalende loonkosten vooralsnog onvoldoende is om te compenseren voor stijgende kosten als gevolg van onder andere belastingmaatregelen en duurder krediet. Kijken we naar de aanbodkant, dan blijft de mijnbouw de enige sector die nog groeit (+4,2% j-o-j), terwijl de daling in de verwerkende industrie verder doorzet (-11,3% j-o-j).

Particuliere consumptie klapt in



Bron: Bloomberg

...en de bodem is nog niet in zicht...

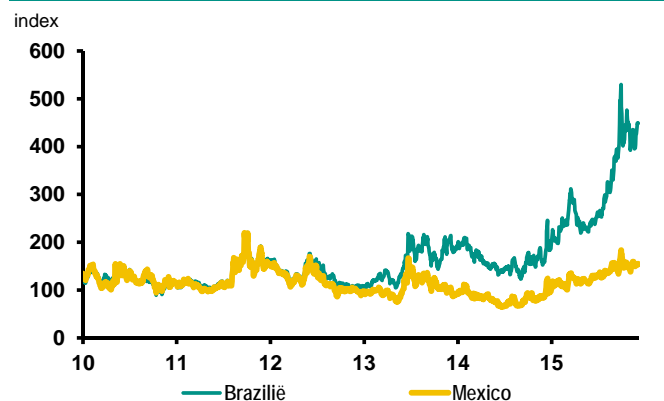
Zowel de laatste cijfers van de industriële productie als de verkoopmanagersindex (PMI) voor de verwerkende industrie duidt op een verdere daling van het BBP in het vierde kwartaal. De industriële productie kromp in oktober met 11,2% j-o-j en de PMI van de verwerkende industrie van november zakte weg naar 43,8. De nieuwe orders daalden verder, evenals het aantal werkenden. Ook de exportorders lieten een daling zien. Tegelijkertijd was er een sterke toename van de producentenprijzen, als gevolg van de zwakke munt en hogere belastingen. Een lichtpuntje was de PMI voor de dienstensector. Die verbeterde van 43,3 naar 45,5. De kredietverlening laat steeds lagere groeicijfers zien. Het bankkrediet groeide in oktober met 8,1%. Dat is de tweede opeenvolgende maand met een krimp in reële termen. Voor het consumptief krediet gold dit al sinds medio 2014. De nominale groei bedroeg daar in oktober slechts 3,3%, tegenover een inflatie van bijna 10%. Dit alles duidt eveneens op een sterke daling van het BBP in het vierde kwartaal.

...terwijl inflatie verder toeneemt evenals het risico van een renteverhoging

Ondanks de krimp liep de inflatie onder invloed van de zwakke munt en verhoging van de nutsprizen op van 6,4% j-o-j eind 2014 tot bijna 10% nu. In diezelfde periode heeft de centrale bank de rente verhoogd van 11,75% tot 14,25%. De laatste rentestap was in juli en het leek erop dat daarmee de periode van monetaire verkrapping ten einde was gekomen. Gezien de niet aflatende inflatoire druk lijkt een verdere renteverhoging echter steeds waarschijnlijker, zeker als de inflatie boven 10% uitkomt. In de loop van 2016 zal een deel van de inflatoire druk veroorzaakt door de zwakke munt weg vallen. Pas dan kan ook de rente weer voorzichtig aan verlaagd worden. Van een werkelijke verruiming van het monetaire beleid zal voorlopig echter nog geen sprake zijn.

Overheidsfinanciën verder uit het lood

De sterkere krimp en het gebrek aan politieke steun voor belangrijke maatregelen maakte de aan het begin van het jaar geformuleerde doelstelling van een primair overschot al gauw onrealistisch. Een primair tekort (dat is exclusief rentelasten) van 1 tot 2% van het BBP is dit jaar eerder waarschijnlijk. Daarnaast vallen door de verhoging van de beleidsrente ook de rente-uitgaven hoger uit. Dit heeft geleid tot een aanzienlijke verslechtering van het nominale overheidstekort en van de bruto staatsschuld. Het nominale overheidstekort zal dit jaar naar verwachting oplopen tot bijna 10% van het BBP en de staatsschuld tot bijna 70%. Omdat het overgrote deel van de schuld in binnenlandse valuta is, heeft de zwakke munt hier verder geen nadelige invloed op.

CDS spreads hoog

Bron: Bloomberg

De verslechtering van de overheidsfinanciën en het geringe zicht op verbetering was in september een belangrijke aanleiding voor S&P om Brazilië af te waarderen naar junkstatus (BB+, met een *negative outlook*). De andere kredietbeoordelaars handhaven vooralsnog de *investment grade rating*. Met de recente ontwikkelingen, zowel rond het corruptieschandaal als op het politieke vlak, zijn de risico's van een verdere afwaardering alleen maar toegenomen. Dit komt ook tot uiting in de CDS spread die met een niveau van meer dan 400 zeer negatief afsteekt in vergelijking met landen met een *investment grade rating*.

Economie pas in 2017 weer in de plus

Wat voor wending het politieke toneel neemt, is zoals gezegd moeilijk in te schatten, maar de kans op voortdurende onzekerheid is groot. Ook zal de invloed van het corruptieschandaal nog lang voelbaar zijn. Dit alles staat de voor het herstel zo noodzakelijke opleving van het consumenten- en producentenvertrouwen voorlopig in de weg. Toch zien we voor 2016 enige lichtpuntjes. Dankzij de zwakke munt is de

concurrentiepositie verbeterd. Dit zal bijdragen aan het herstel van de export. Hierbij speelt ook een rol dat we verwachten dat in 2016 de grondstofprijzen weer iets zullen stijgen en de mondiale handel aantrekt. Ook voor de export van industriële producten is de zwakkere munt uiteindelijk gunstig. Voor de opleving op de grondstoffenmarkt in 2004 waren industriële producten goed voor meer dan de helft van de export en het aandeel ligt nu nog steeds rond de 35%.

Een opleving van de industriële productie zal naar verwachting ook bijdragen aan een sterker herstel van de investeringen. Dit zal zich uiteindelijk vertalen in een toename van de werkgelegenheid. Maar vooralsnog zal de werkloosheid zeker in de eerste helft van 2016 eerst nog fors oplopen en de reële lonen zullen verder dalen. Hoewel we dus verwachten dat in de loop van 2016 de negatieve groeispiraal doorbroken wordt, zal het nog tot 2017 duren voor een aantrekkende consumptieve groei de economie uit de rode cijfers haalt. Ook dan zal het herstel op zijn best zwak zijn. Gezien de verslechtering van de overheidsfinanciën zullen bezuinigingen noodzakelijk blijven. Daarnaast zal de invloed van de hoge rente nog lang voelbaar zijn, om maar te zwijgen over de negatieve invloed van de structurele problemen waar Brazilië al jaren mee kampt. Per saldo betekenen deze voorspellingen dat de economie per saldo niet gegroeid is tussen 2012, toen de daling van de grondstofprijzen inzette en eind 2017. Ter vergelijking: de groei was gemiddeld meer dan 4% per jaar in de periode van de hausse op de grondstoffenmarkt tussen 2004 en 2010. Al met al zien we een economische neergang met een kracht en een duur die in de recente geschiedenis niet eerder is voorgekomen.

Neerwaartse risico's blijven aanzienlijk

De belangrijkste risico's voor de economische ontwikkeling liggen in het land zelf. Dat laat onverlet dat er ook aanzienlijke risico's zijn die Brazilië niet in de hand heeft. Het overheersende binnenlandse risico voor de korte termijn is de politieke situatie. De mogelijke start van de een afzettingsprocedure brengt nieuwe onzekerheid en dit kan ook zorgen voor een opleving van de sociale onrust. Ook kan de steeds bredere betrokkenheid van parlementsleden bij het Petrobras corruptieschandaal de politieke besluitvorming verder ondermijnen. Een belangrijk buitenlands risico is het uitblijven van het verwachte herstel van de grondstoffenprijzen, door bijvoorbeeld een harde landing in China. De aanstaande renteverhoging in de VS is een ander risico. Dit vermindert de risicobereidheid van beleggers en heeft daarmee een negatieve uitwerking op de kapitaalstroom richting opkomende markten. Dit geldt ook voor Brazilië. Daarbij past wel de kanttekening dat het huidige renteniveau in Brazilië al een groot verschil laat zien met de rente in de VS. Daarom is de invloed waarschijnlijk minder sterk dan toen in 2013 de angst voor een minder accommoderend beleid in de VS voor het eerst de kop opstak. Ook een verbeterde betalingsbalans, aanzienlijke deviezenreserves en een relatief lage buitenlandse schuld vormen een belangrijke buffer. Hierdoor lijken grootschalige betalingsproblemen niet waarschijnlijk ondanks de economische malaise.

Hoofdindicatoren economie Brazilië

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
BBP (% j-o-j)	2,7	0,2	-3,0	-2,0	1,5
Inflatie (% j-o-j)	6,2	6,3	8,8	6,6	5,2
Overheidssaldo (% BBP)	-2,9	-6,3	-9,0	-8,0	-6,5
Overheidsschuld (% BBP)	53,3	58,9	67,3	72,3	74,0
Lopende rekening (% BBP)	-4,0	-4,4	-3,5	-3,0	-3,0
Investeringsquote (% BBP)	21	20	18	17	17
Savingsquote (% BBP)	17,4	15,6	13,9	13,5	14,3
USD/BRL (ultimo)	2,34	2,66	3,80	3,6	3,4
EUR/BRL (ultimo)	3,23	3,21	3,99	3,4	3,7

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

Bron: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

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

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, grcepsmaatschappijen 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 alle 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