

15 februari 2016

Wachten op betere tijden

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

- **Regionale economie krimpt twee jaar op rij**
- **Consumenten- en producentenvertrouwen sterk gedaald**
- **Geen ruimte voor budgettaire en monetaire stimulering**
- **Herstel zal moeten komen van de exportsector**

Opnieuw krimp in 2016

Eind vorig jaar gingen we er nog van uit dat het ergste achter de rug was. In de loop van 2016 zou een aantrekkende export zorgen voor voorzichtig economisch herstel. De verwachting was dat daardoor na een krimp van in 2015, de regionale groei zou aantrekken tot 0,8% in 2016. Inmiddels lijkt ook dit bescheiden herstel te optimistisch en hebben we onze groeiraming voor de meeste landen neerwaarts bijgesteld. Daardoor daalt de regionale groeiraming naar -0,5%. In Brazilië verwachten we nu voor dit jaar een krimp van zeker 3% en voor Argentinië een groei van slechts 0,5%. Ook de landen van de *Pacific Alliance*, Chili, Colombia, Mexico en Peru, hebben te kampen met tegenvallende groei. Van deze landen denken we dat alleen Peru nog met iets meer dan 3% zal groeien. Voor de andere drie landen ligt dit eerder tussen de 2 en de 2,5%. Alleen een handvol kleine landen doet het nog aardig. Panama blijft met een verwachte groei in 2016 van ruim 5% de sterkste groeier, gevolgd door Bolivia en Paraguay met een groei van circa 4%. De sterk van olie afhankelijke economie van Ecuador zal daarentegen naar verwachting krimpen met zeker 1%.

BBP						
% j-o-j	15K1	15K2	15K3	2015	2016	2017
Argentinië	--	--	--	2,0	0,5	3,0
Brazilië	-2,0	-3,0	-4,5	-4,0	-3,0	1,5
Chili	2,5	1,9	2,2	2,0	2,0	3,0
Colombia	2,8	3,0	3,2	3,0	2,5	3,0
Mexico	2,5	2,3	2,6	2,5	2,0	3,0
Peru	1,8	3,0	2,9	3,0	3,5	4,0
Venezuela	--	--	--	-7,0	-6,0	-0,5
Regiogemiddelde				-0,7	-0,5	2,2

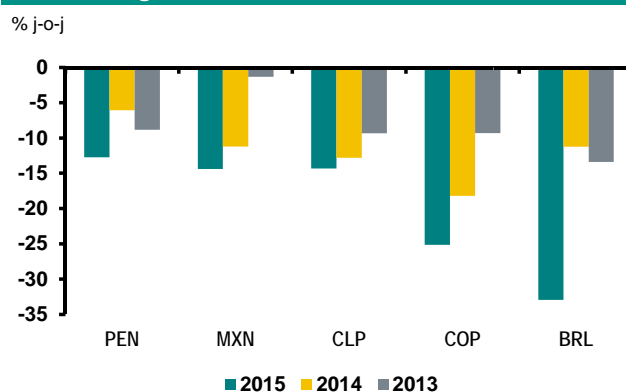
Bron: ABN AMRO, EIU, Thomson Reuters Datastream

Consumenten en producentenvertrouwen in vrijwel hele regio op laag pitje

In vrijwel alle landen met uitzondering van Mexico is het vertrouwen in de economie sterk gedaald in het afgelopen jaar. In Brazilië wordt dit veroorzaakt door een combinatie van economische en politieke factoren. Zo is als gevolg van de sterke krimp en oplopende rente het overheidstekort tot nieuwe records gestegen en is de kredietwaardigheid verder

onder druk gezet. Verder zal de komende maanden de afzettingsprocedure tegen president Rousseff vorm krijgen. Dit zal samen met het corruptieschandaal rond de staatsoliemaatschappij Petrobras het nieuws blijven beheersen. Dit blijft het vertrouwen van consumenten en producenten schaden. Chili is het land met de hoogste kredietwaardigheid, gebaseerd op de lage overheidsschuld (20% van het BBP). Toch ligt het producentenvertrouwen daar sinds de inauguratie van de socialistische presidente Michelle Bachelet begin 2014 onder de 50, het ijkpunt tussen optimisme en pessimisme. Deels hangt dit natuurlijk samen met de lage koperprijs. Maar wantrouwen tegenover economische hervormingen van de centrum-linkse regering speelt ook een rol. Dit wordt nog versterkt door een aantal corruptieschandalen rond de familie van de president. Het lage producentenvertrouwen heeft een duidelijke weerslag op de investeringen. In 2014 daalden deze met ruim 6% en in 2015 bedroeg de groei naar schatting hooguit 0,5%. Ook het consumentenvertrouwen kreeg een klap. Dit vertaalde zich in een daling van groei van de particuliere consumptie van 6% in 2013 tot gemiddeld 2% in de afgelopen twee jaar. Een kentering lijkt voor de presidentsverkiezingen in november 2017 niet te verwachten.

Verzwakking van alle munten



Bron: Thomson Reuters Datastream

Combinatie tegenvallende groei VS en lage olieprijs treft Colombia en Mexico

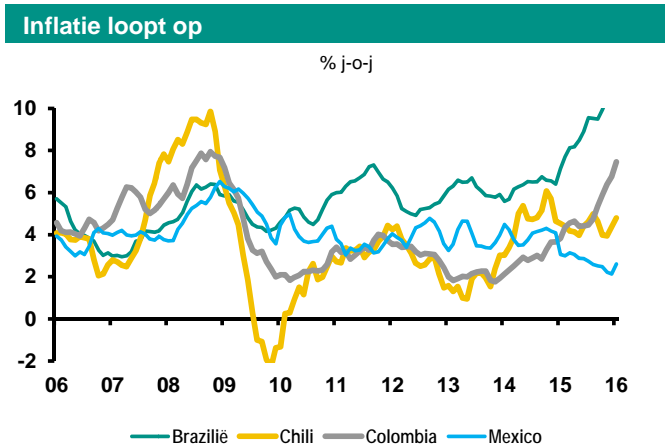
China is voor Latijns-Amerika een steeds belangrijker handelspartner geworden. De daling van de vraag naar grondstoffen verklaart dan ook een deel van de malaise. Maar de tegenvallende groei in de VS speelt ook een niet onbelangrijke rol. Met een aandeel van rond de 80% in de totale export heeft Mexico de sterkste handelsrelaties met de VS. Ook voor Colombia is de VS met een aandeel van bijna 30% in de export niet onbelangrijk. Daar komt bij dat voor beide landen de oliesector belangrijk is. De minder sterke groei in de VS en de lage olieprijs hebben dan ook met name op deze twee landen een sterke invloed. Investerings in de oliesector zijn gedaald en daarnaast zorgen de lage olieprijsen voor een forse daling van de overheidsinkomsten. Hierdoor neemt de ruimte voor budgettaire stimulering sterk af, wat weer ten koste gaat van investeringen in de infrastructuur. In Mexico groeiden de investeringen in heel 2015 nog met circa 5% j-o-j, maar vanaf het laatste kwartaal was er sprake van een omslag. In november (laatste bekende cijfer) krompen de investeringen met 0,4% j-o-j. Gezien de nog altijd lage olieprijs is de verwachting dat dit doorzet en de investeringen per saldo in 2016 lager uitvallen dan in 2015. Samen met een minder sterke groei in de VS betekent dit dat we er nu ook van uitgaan dat de groei dit jaar op niet veel meer dan 2% zal uitkomen.

Colombia heeft al gevolg van de lage grondstofprijzen ook te maken met een sterke verslechtering van de lopende rekening. De helft van de exportopbrengsten bestaat uit olie en grondstoffen in het algemeen zijn goed voor zo'n 70%. Voor Mexico geldt dit

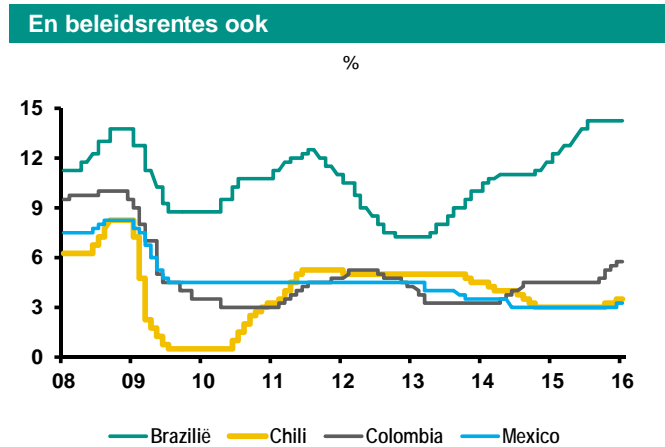
minder. Daar is het aandeel van olie in de export circa 10% en neemt de assemblage-industrie ruim 80% van de export voor haar rekening. In Colombia bedroeg het tekort in 2015 ruim 6% van het BBP, terwijl het tekort in Mexico beperkt bleef tot 2,5% van het BBP. Mede hierdoor behoorde de Colombiaanse peso samen met de Braziliaanse real in 2015 tot de munten die het meest zijn verzwakt ten opzichte van de dollar.

Inflatie neemt bijna overal toe, maar verschillen zijn enorm

In alle landen van de regio was er in meer of mindere mate sprake van een verzwakking van de munten. Dit zorgde ondanks de in het algemeen zwakke groei voor oplopende inflatie. In sommigen landen, met name Colombia en Peru kwam hier de invloed van het weerfenomeen *El Niño* op de voedselprijzen bij. De verschillen in inflatie zijn echter enorm. Aan de ene kant van het spectrum bevindt zich Mexico. Niet alleen is de inflatie het laagst, het is ook het enige land waar de inflatie het afgelopen jaar daalde van 4,1% eind 2014 tot 2,1% eind 2015. In januari liep de inflatie echter onder invloed van een verzwakking van de munt en gestegen voedselprijzen op naar 2,6%. De inflatie blijft het hoogst in Argentinië en Venezuela. In Argentinië stegen in 2015 de prijzen naar schatting met circa 30% en in Venezuela met meer dan 100%. In Brazilië ligt de inflatie sinds november 2015 boven de 10%, terwijl in Colombia de inflatie toenam van 3,7% eind 2014 tot 7,5% in januari 2016. In Chili en Peru liep de inflatie op tot respectievelijk 4,8% en 4,6% in januari, ver boven de doelstelling van de centrale bank.



Bron: Bloomberg



Bron: Bloomberg

Verdere rentestappen waarschijnlijk

De stijging van de inflatie maakt dat in de meeste landen in de loop van 2015 de beleidsrente omhoog ging. Daarnaast is Latijns-Amerika, meer nog dan andere opkomende markten, gevoelig voor het monetaire beleid in de VS. Ondanks de gunstige inflatieontwikkeling zag daardoor ook de centrale bank van Mexico zich genooddaakt om in december in navolging van de Fed de beleidsrente met 25 basispunten te verhogen. Omdat we er nu van uitgaan dat de Fed de rente dit jaar niet verder zal verhogen, verwachten we ook geen verdere renteverhogingen in Mexico. Dit geldt niet voor de landen die te maken hebben met een hoge en oplopende inflatie, zoals Brazilië, Chili, Colombia en Peru. Na een lange periode van stabiele of dalende rentes hebben Chili en Peru vanaf de tweede helft van 2015 tot nu de rente met 50 basispunten verhoogd en Colombia met 150. De laatste rentestap van Colombia was in januari. Voor deze drie landen verwachten we dat ze de komende maanden de rente verder zullen verhogen. Als de rente in de VS niet verhoogd wordt, zullen ze in de tweede helft van het jaar echter pas op de plaats kunnen maken. De sterkste depreciatie van de munten lijkt achter de rug. De meeste munten lijken te stabiliseren en zullen naar verwachting in de loop van het jaar

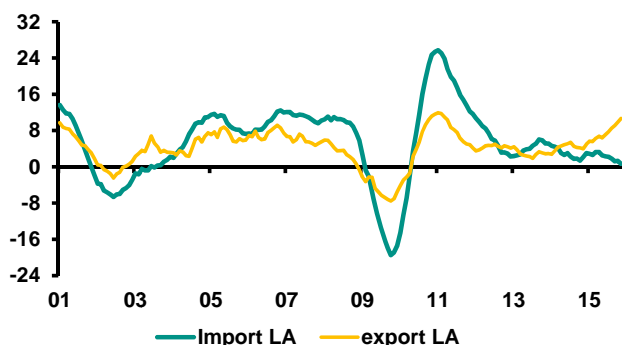
zelfs iets appreciëren. Hierdoor en door een tegenvallende groei zal in de loop van het jaar de inflatoire druk afnemen. De laatste rentestap in Brazilië was in juli 2015, toen de rente werd verhoogd naar 14,25%. Daar lijkt de inflatie inmiddels het hoogtepunt te hebben bereikt en is het minder waarschijnlijk dat de centrale bank nog verdere renteverhogingen zal doorvoeren.

Export vormt nog altijd een lichtpuntje

Ondanks een tegenvallende wereldhandelsgroei lijken de zwakkere munten de export al het afgelopen jaar een stevige impuls te hebben gegeven. Kijken we naar de regio als geheel, dan groeide het exportvolume volgens de laatste cijfers van het Centraal Plan Bureau (CPB) in november met 9,5%. In 2015 als geheel zal de groei daarmee naar verwachting op meer dan 10% uitkomen. In dezelfde maand daalde de import met 1,1%. Hiermee groeide de export van Latijns-Amerika beduidend sneller dan in de meeste andere opkomende regio's. Gemiddeld groeide de export van de opkomende markten als geheel dit jaar met naar schatting circa 4% en de wereldhandel met rond de 2,7%. Vooral nog is dit onvoldoende om te compenseren voor een tegenvallende ontwikkeling van de binnenlandse vraag. We blijven echter van mening dat de exportsector uiteindelijk de economie van Latijns-Amerika uit het dal zal trekken.

Latijns-Amerika: import daalt, export stijgt

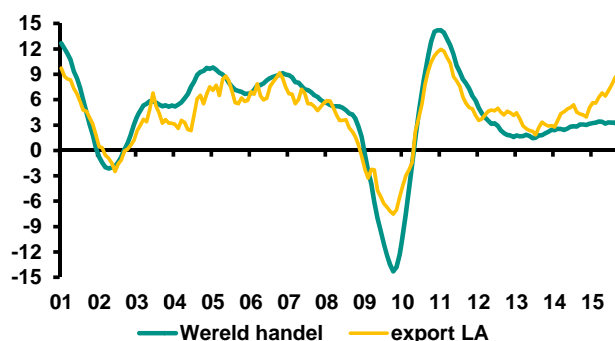
% j-o-j, volumes



Bron: CPB

En sneller dan wereldhandel

% j-o-j, volumes



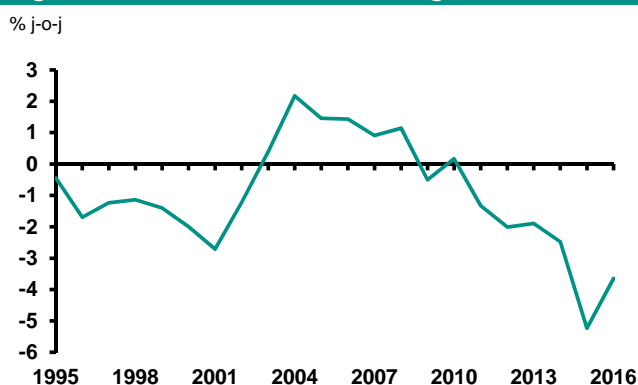
Bron: CPB

Kans op positieve verrassingen grootst in Argentinië

De hoop op een gunstiger economisch tij is toegenomen na de overwinning van de centrumrechtse oppositiekandidaat Macri bij de presidentsverkiezingen van afgelopen december. Toch is enige voorzichtigheid op zijn plaats. Argentinië heeft net als alle landen in de regio te maken met niet al te gunstige mondiale economisch omstandigheden. Het land is meer dan de meeste andere landen in de regio gevoelig voor de recessie in Brazilië. Verder hebben de peronisten van voormalig president Christina Fernandez nog altijd de meerderheid in het parlement. Belangrijker is dat als Macri erin slaagt om zijn economische hervormingen door te voeren die nodig zijn om de economie weer op de rails te krijgen, dit in eerste instantie een drukkend effect zal hebben op de groei. Vergaande bezuinigingsmaatregelen zijn nodig om de overheidsfinanciën op orde te brengen. Daarnaast wordt de inflatie verder aangewakkerd door de forse depreciatie van de munt en het afschaffen van subsidies. Verdere renteverhogingen zullen nodig zijn om de inflatie in te dammen. Het overheidstekort is in 2015 opgelopen tot 5,2% van het BBP en de overheidsschuld bedraagt inmiddels 45% van het BBP, terwijl de inflatie naar schatting rond 30% ligt. Tot nu toe is de nieuwe regering voortvarend te werk gegaan. De peso is met 30% gedevalueerd en kapitaalcontroles zijn afgeschaft. Belastingen op een breed scala aan exportproducten zijn afgeschaft evenals het grootste deel van de subsidie

op energieconsumptie. Prijscontroles op een groot aantal producten, die zijn ingesteld door de vorige regering, zijn daarentegen gehandhaafd. Dat is gedaan om een al te sterke stijging van de prijzen als gevolg van de devaluatie te voorkomen. Verder komt de regering binnenkort met een voorstel voor een regeling met de zogenaamde *hold-outs*. Dit zijn crediteuren die nooit akkoord zijn gegaan met de schuldreductie-overeenkomst die Argentinië in 2005 en 2010 sloot met het merendeel van de schuldeisers. Dit akkoord zal niet zonder slag of stoot bereikt worden, maar is cruciaal voor een herstel van de relaties met de internationale crediteuren. Al met al wordt het een uitdagend jaar voor Argentinië. Slaagt de regering erin het vertrouwen te herstellen, dan kan na een beperkte groei dit jaar in 2017 een sterke opleving volgen. Dit vergroot ook de kansen voor de regeringspartijen om bij de tussentijdse parlementsverkiezingen die in oktober 2017 plaatsvinden een meerderheid te krijgen.

Argentinië: Overheidstekort sterk toegenomen in 2015



Bron: EIU

Tot slot

Latijns-Amerika gaat door moeilijke tijden en de kansen op tegenvallers blijven reëel. Voor zowel 2016 als 2017 geldt daarom onverlet onze bijsluiter dat het risico groot is dat de groei lager uitvalt. Na twee opeenvolgende jaren van krimp verwachten we dat in 2017 dankzij de exportsector de regionale groei weer in de plus terecht komt. Toch lijkt een uitbundig herstel niet waarschijnlijk. Naast de invloed van een zwakke mondiale groei, laag blijvende grondstofprijzen en toegenomen risicoaversie spelen interne factoren een steeds belangrijkere rol. De ruimte voor stimulerend beleid is verdwenen en hierdoor komen broodnodige investeringen in infrastructuur in het gedrang. Dit zet ook de vooruitzichten voor de langere termijn onder druk.

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