

Emerging markets monitor

Op eigen kracht vooruit?

Terwijl alle aandacht uitgaat naar de problemen in de eurozone, lijken de opkomende markten zich weinig aan te trekken van het negatieve sentiment. In de nasleep van de kredietcrisis van 2008 waren deze landen redelijk snel weer boven Jan. Vervolgens heeft de groei doorgezet in 2010 en 2011, wat moeilijke jaren waren voor de Westerse landen. Nu de vraag vanuit het Westen verder afneemt, kun je je afvragen in hoeverre de opkomende landen nog afhankelijk zijn van de groei in de Westerse wereld. Kunnen ze structureel groeien zonder deze groeistimulans?

De crisis van 2008: ont koppeling getest?

De opkomende markten hebben in de afgelopen decennia een grote economische ontwikkeling doorgemaakt. Vanaf de jaren tachtig zijn de imports substitutiemodellen ingewisseld voor een focus op export. Doordat de Westerse wereld economische hoogtijden beleefde, werden de ontwikkelingslanden sterk meegezogen. China is uiteraard het voorbeeld bij uitstek.

In het eerste decennium van deze eeuw rees de vraag of er al sprake zou zijn van een ont koppeling van de economische ontwikkeling van de opkomende markten ten opzichte van die van Westerse economieën. De binnenlandse vraag in deze landen was immers verder ontwikkeld, vaak was er een middenklasse gevormd en de macro-economische omgeving was stabiel geworden. Om die reden leek het plausibel dat de opkomende economieën minder afhankelijk zijn geworden van vraag uit het Westen.

In 2009 is de ont koppelingsthese voor het eerst getest. Figuur 1 laat de groei-ontwikkeling van een aantal ontwikkelingslanden zien in vergelijking met die van ontwikkelde landen. De gevoeligheden van enkele economieën zijn duidelijk blootgelegd. Het verloop van de groei in bijvoorbeeld Mexico, Rusland, Turkije en in mindere mate Brazilië laat zien dat deze economieën wel degelijk werden geraakt door de vraaguitval uit vooral de VS. Ook valt op dat deze economieën vervolgens als groep sterker en sneller van de crisis herstelden dan de Westerse economieën. Verder wordt duidelijk dat de groei in China en India veel minder hard terugliep in 2009.

Helaas was de post-2009 groeispurt niet het gevolg van een stijgende binnenlandse private consumptie en was van een ont koppeling dus geen sprake. Net als in Westerse economieën zijn overheidsbestedingen opgeschroefd om zo de vraag te ondersteunen. Ook is monetair beleid ingezet. Door de groeivertraging en een uitval van de vraag daalde de inflatie. Hierdoor ontstond ruimte voor een rentedaling om de economie te stimuleren.

Vooraf het in China ingezette stimuleringspakket zorgde voor een mondiale groeistimulans. Het stimuleringspakket van 586 miljard dollar werd vooral ingezet voor infrastructurele en industriële projecten waardoor de vraag naar grondstoffen

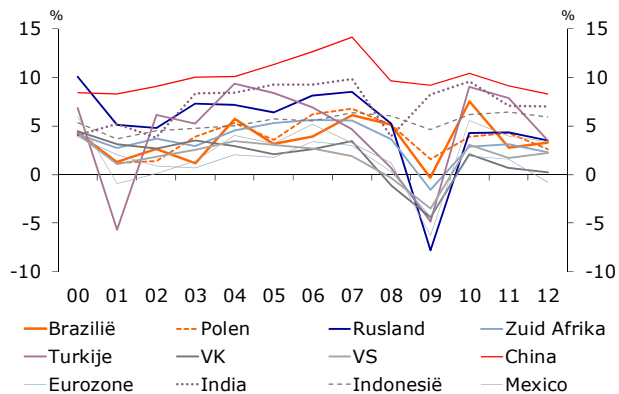
Emerging markets monitor

in de loop van 2009 weer steeg. Voor grondstofproducerende landen als Brazilië en Chili was dit een gunstige ontwikkeling. Ook de ruime monetaire en budgettaire economische politiek in de VS, het VK en de eurozone bleek redelijk effectief,

waardoor voorraden die waren afgebouwd in 2008 en 2009 weer langzaam werden opgebouwd.

Maar nieuwe problemen doemden op aan de horizon. Als gevolg van de monetaire verruiming en toegenomen overheidsuitgaven in de opkomende economieën bestond in 2010 angst voor oververhitting. Met name in Brazilië en Turkije groeide de binnenlandse vraag sneller dan de productiecapaciteit. De groei in Brazilië kwam zelfs boven de 7% uit, ver boven het houdbare groeipad van ongeveer 4%. Bovendien waren de grondstoffenprijzen weer aan het stijgen, werd duidelijk dat de Westerse economieën nog lang niet uit de zorgen waren en hing Europa en de bancaire sector een stevige afbouw van schulden boven het hoofd.

Figuur 1: BBP-groei



Bron: EIU

2012 en verder: groeivertraging van export naar het Westen

Voor de eurolanden is 2012 een moeilijk jaar. De economie krimpt en de onzekerheid over de toekomst van de euro blijft ook de komende tijd zwaar drukken op het groeiperspectief. Dit heeft niet alleen gevolgen voor deze regio. Europa (EU-27) is 's werelds grootste consument en grootste afnemer van exportproducten. Daarnaast is de prognose voor de VS ook niet erg positief. Beide regio's doen hiermee de komende tijd af als groeimotor voor de wereldeconomie.

Na de crisis van 2008 had China het stokje overgenomen met het grote stimuleringspakket. Maar het land heeft daarmee ook risico's genomen voor de lange termijn in onder andere de bancaire sector (zie het hoofdstuk China elders in dit Kwartaalbericht). Bovendien moet China het interne groeimodel veranderen van focus op export en investeringen naar een model met meer aandacht voor de binnenlandse vraag. Op de wat langere termijn zal dit leiden tot meer vraag op de wereldmarkt, maar op korte termijn zorgt een dergelijke transitie voor tijdelijke vraaguitval. De timing van deze verandering staat echter nog niet vast.

De exporten van de opkomende economieën zijn nog altijd sterk afhankelijk van economische groei in de VS en de EU-27. Hierdoor zal bij een afnemende groei van de vraag uit deze landen en uit China de binnenlandse markt van de opkomende landen de groei moeten aandrijven. Wij verwachten niet dat ieder land

Emerging markets monitor

daar even goed toe in staat zal zijn. Landen als Mexico, Rusland en Zuid-Afrika zijn sterk afhankelijk van een goed presterende exportsector. In deze landen is de binnenlandse vraag onvoldoende ontwikkeld om overeind te blijven als de export

Tabel 1: Correlatie BBP-groei en exportgroei

Brazilië	0,46
China	0,24
India	0,04
Indonesië	0,56
Mexico	0.95**
Polen	0,58
Rusland	0.74*
Zuid-Afrika	0.89**
Turkije	0,66

*Correlatie

** Sterke correlatie

Bron: Rabobank, correlaties berekend over 2000-2011

sterk daalt. Dit blijkt ook uit tabel 1 die de correlaties tussen de groei van de economie en de groei van de exporten van goederen en diensten per land weergeeft. Hoewel we in het geval van een sterke correlatie niet kunnen spreken van een causaal verband, lijkt het er wel op te wijzen dat deze economieën sterk afhankelijk zijn van hun exporten. Dit blijkt ook als we kijken naar de correlatie tussen het groeipad van deze economieën enerzijds, en dat van de VS en Europa anderzijds. Zoals verwacht, is de groei van de Mexicaanse economie sterk gecorreleerd met die van de VS, terwijl de Zuid-Afrikaanse en Russische economieën sterk afhankelijk lijken van economische ontwikkelingen in Europa.

Andere landen, zoals Polen, Indonesië en Brazilië, hebben een meer ontwikkelde binnenlandse vraag en zijn minder gericht op de exportsector. Hier verwachten we een kleinere impact van de vraaguitval op de economische prestaties. Ook de duale economieën van India en Turkije lijken in mindere mate afhankelijk van exporten. In beide landen maakt de exportsector een kleiner deel uit van de totale economie. India heeft zelfs een vrij gesloten economie en exporten bedragen slechts 16% van het BBP.

Verwachtingen?

Zoals hierboven beschreven, leunden de opkomende economieën in 2009 sterk op hogere overheidsuitgaven en ruim monetair beleid. De binnenlandse vraag kon de vraaguitval uit het Westen niet compenseren. Het is nog maar de vraag of de opkomende landen hun economieën nu weer met dergelijke maatregelen kunnen stimuleren. Dit zal afhangen van de hoogte van de inflatie en rentestand in deze landen en van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Bovendien moet naast deze drie factoren ook rekening worden gehouden met de invloed van verruimde maatregelen en stijgende overheidsuitgaven op het vertrouwen van investeerders in de economie. Dit geldt zeker voor Indonesië, Zuid-Afrika en Turkije. Investeerders reageren traditioneel heftiger dan in andere landen op macro-economische ontwikkelingen in deze landen. Daarbij zijn alle drie de landen sterk afhankelijk van buitenlandse investeringen.

In het algemeen verwachten we dat de economieën van Mexico, Rusland, Zuid-Afrika en Turkije (tabel 2) het meest te vrezen hebben van een afname van de vraag naar hun exportproducten. Met name de Mexicaanse economie zal onder

Emerging markets monitor

druk komen te staan als de groeiprestaties in de VS tegenvallen. De zeer beperkte beleidsruimte biedt maar weinig soelaas. Voor zowel Rusland als Zuid-Afrika zal de invloed van de vraaguitval uit het Westen beperkt zijn zolang de grondstofprijzen hoog blijven. Als daarbij wordt aangenomen dat China komend jaar in staat blijft de eigen economie te stimuleren, is het de verwachting dat grondstofprijzen inderdaad niet zoveel zullen dalen als in 2008. Hoewel de Turkse economie minder afhankelijk is van exporten, zal zij een groeivertraging minder goed kunnen opvangen doordat het land maar een zeer beperkte beleidsruimte heeft.

Voor Brazilië, Indonesië en Polen is de verwachting dat de binnenlandse vraag een daling van de exportgroei voldoende op kan vangen. Hoewel in Brazilië en Polen de budgettaire ruimte beperkt is, beschikken beide landen wel over enige ruimte voor monetair beleid. Het omgekeerde geldt voor Indonesië. Desalniettemin is de verwachting dat deze economieën minder hard zullen groeien dan in 2011. Aan het andere eind van het spectrum vinden we India. In dit land steunt de economische groei slechts in beperkte mate op de toename van exporten. Daarom verwachten we dat de Indiase economie ondanks de beperkte beleidsruimte 2012 relatief zonder kletscheuren door zal komen.

Conclusie

Ondanks de verwachte milde recessie in Europa en de weinig spectaculaire groei in de VS is het de verwachting dat de meeste opkomende economieën in 2012 nog kunnen steunen op ofwel hun eigen binnenlandse vraag, ofwel de vraag uit China. De belangrijkste uitzondering is Mexico dat nog altijd sterk afhankelijk is van de vraag uit de VS. Voor de middellange termijn geldt dat van ontkoppeling geen sprake is en dat de beleidsruimte van de verschillende overheden bepalend zal zijn voor de groeiontwikkeling.

Tabel 2: Exportafhankelijkheid en beleidsruimte

2012	Overheids schuld, %BBP	Begrotings tekort, %BBP	Begrotings ruimte	Inflatie (%)	Geldmarkt rente (%)	Monetaire ruimte	Correlatie uitvoer BBP-groei	Export afhankelijk heid	Groeiver wachting (%)
Brazilië	54	-2,5	X	5,5	9,4	✓	0,46	✓	2,5
India	50	-5,7	XX	8,9	8,5	XX	0,04	✓✓	7,0
Indonesië	25	-2,2	✓	5,3	5,2	XX	0,56	✓	5,9
Mexico	36	-2,4	=	3,9	4,3	=	0.95**	XX	2,4
Polen	53	-1,8	X	3,5	4,5	✓	0,58	✓	3,6
Rusland	9	-1,0	✓✓	5,0	5,0	X	0.74*	X	3,5
Zuid Afrika	36	-5,1	X	5,4	5,9	=	0.89**	XX	2,3
Turkije	39	-1,9	=	9,3	5,6	XX	0,66	✓	3,5

*Correlatie

** Sterke correlatie

Jeroen van IJzerloo
J.IJzerloo@rn.rabobank.nl

Anouk Ruhaak
A.Ruhaak@rn.rabobank.nl