

Groeivertraging ondanks actie

Na een periode van –over de linie genomen– monetaire verkrapping zijn sinds de tweede helft van 2011 meer en meer opkomende economieën monetair beleid gaan gebruiken om de groei te stimuleren. We verwachten dat er meer nodig zal zijn om de economieën op gang te houden. Omdat de angst voor oververhitting nog niet uit de hoofden van de beleidsmakers is verdwenen, zullen zij echter niet snel teruggrijpen op budgettaire stimulering van de economie. Als gevolg van dit alles zullen de economische prestaties in de komende kwartalen tegenvallen. De ontwikkelingslanden zullen het hoofd nog boven water kunnen houden, maar van een stimulerende rol op wereldschaal is geen sprake.

Bestrijden van teleurstellende groeiverwachtingen

Opkomende markten voelen inmiddels steeds meer de negatieve invloeden van de matig tot slecht presterende economieën van de EU en de VS. Bovendien is ook het economisch licht in China wat gedimd, waardoor de groeimotoren van het begin van deze eeuw niet meer deze functie vervullen. Het is aan de opkomende landen zelf om maatregelen te nemen.

Om de economie op korte termijn te stimuleren, kan de overheid kiezen uit budgettaire maatregelen (directe stimulering door hogere uitgaven of lagere lasten), monetaire maatregelen (stimuleren van de economie door rentedaling of het bijdrukken van geld), of beide. In de nasleep van de bankencrisis van 2008 hebben verschillende landen gekozen voor stimulering door een combinatie van budgettaire en monetair beleid. Hierdoor stimuleerden zij de vraagzijde van de economie, waardoor ook de bedrijvigheid weer toenam. Als gevolg van het succesvolle economische herstel zagen deze overheden zich vervolgens weer gedwongen om op de rem te gaan staan vanwege het gevaar van oververhitting: de aanbodzijde van de economie kon het snelle vraagherstel niet aan. Een te snelle groei ging gepaard met stijgende inflatie en opgeblazen zeepbellen. Het meest bekende voorbeeld hiervan is China waar zowel de aandelenmarkten (vanaf het derde kwartaal van 2008) als de huizenmarkt sterke prijsstijgingen liet zien, en de balansen van de banken werden opgeblazen.

Toen gedurende 2011 duidelijk werd dat de groei in China zou vertragen, de EU voorlopig nog niet uit de malaise zou komen en ook de VS geen spectaculair herstel zouden gaan vertonen, stonden overheden weer voor dezelfde keuze. Begrotingsmaatregelen heeft men in de eerste helft van 2011 niet of nauwelijks genomen, uit angst voor oververhitting en het voeden van nieuwe risico's. Als landen hun economie al wilden stimuleren, kozen zij voor de monetaire weg. De gedachte is dat je met monetair beleid gelijkmatiger kunt stimuleren als je het in de juiste mate inzet.

De monetaire ruimte is minder dan in 2009...

In de loop van 2011 begonnen de centrale banken in opkomende markten met het verruimen van het monetaire beleid, vooral zichtbaar in renteverlagingen. De verwachte groeivertraging werd namelijk gecombineerd met een lagere inflatie(verwachting) waardoor ruimte ontstond voor een verlaging van de

Emerging markets monitor

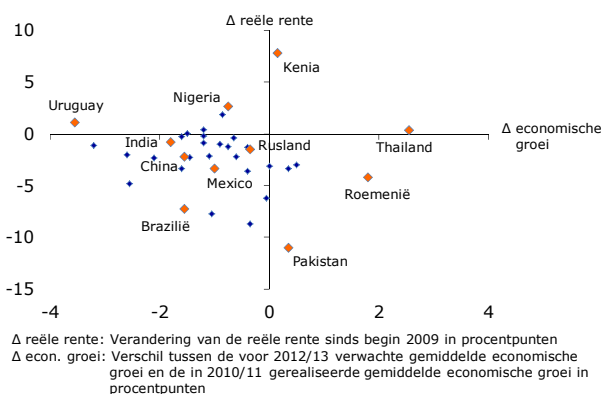
rentetarieven. Volgens cijfers van de website Central Bank News hebben 25 van de 78 door hen gevolgde centrale banken (van opkomende economieën) in 2012 de rentetarieven verlaagd, 41 centrale banken hebben de tarieven gelijk gehouden en 12 hebben deze verhoogd. In de eerste helft van 2011, toen 68 centrale banken werden gevolgd, verhoogden 29 centrale banken de basisrente; slechts vijf centrale banken verlaagden deze.

De ruimte om meer te gaan doen, lijkt zeer beperkt. We hebben op basis van de reële rente en verwachte economische groei gekeken naar de ruimte die er zou kunnen zijn voor verdere monetaire verruiming. Gezien de verdeling in figuur 1 van de landen over de kwadranten, blijkt dat zowel de reële rentes al fors lager zijn, maar dat ook de groeiverwachting slechter is dan in 2010. Hieruit blijkt dat in een groot gedeelte van de landen al redelijk in de reserves is getast. Figuur 2 laat zien dat de reële rente over de hele linie is gedaald. Uiteraard betekent een negatieve rente niet dat monetair beleid onmogelijk is, maar de kans bestaat dat indien de rentestand het beoogde effect gaat krijgen (meer geld in de markt, meer geld dat wordt uitgegeven) de inflatie zeer snel kan toenemen.

... en het effect is waarschijnlijk minimaal

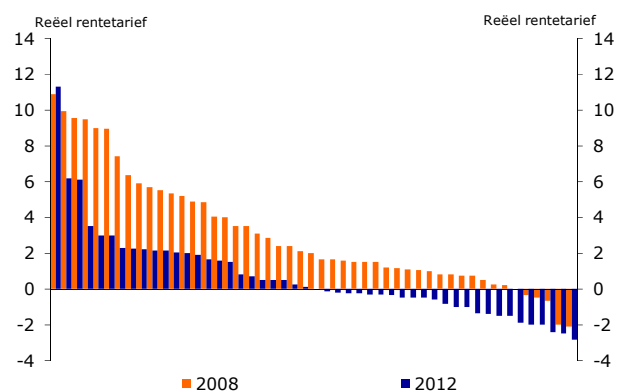
Wij betwijfelen of monetair beleid in ontwikkelingslanden wel een effect zal genereren op de binnenlandse groei. Defecte of onvoldoende functionerende transmissiemechanismen zorgen ervoor dat het effect van monetair beleid eerder aanvullend kan werken dan puur stimulerend. Monetair beleid zou de exportsector kunnen stimuleren, doordat de lokale munt bij een lagere rentestand in principe minder waard wordt. Maar de groei van de wereldeconomie neemt af, waardoor ook een dalende groei van de vraag naar exportproducten wordt verwacht. Dit beperkt de totale exportmarkt. Als daarnaast elk land hetzelfde monetaire beleid voorstaat, levert een depreciatie van de munt niet de gewenste verbetering op van de concurrentiepositie. Bovendien kan dat een nieuwe ronde van *currency wars* uitlokken, met verregaande protectionistische maatregelen als gevolg.

Figuur 1: Verandering in rente en groei



Bron: Bloomberg, centrale banken, IMF WEO

Figuur 2: Ontwikkeling reële rente



Bron: Bloomberg

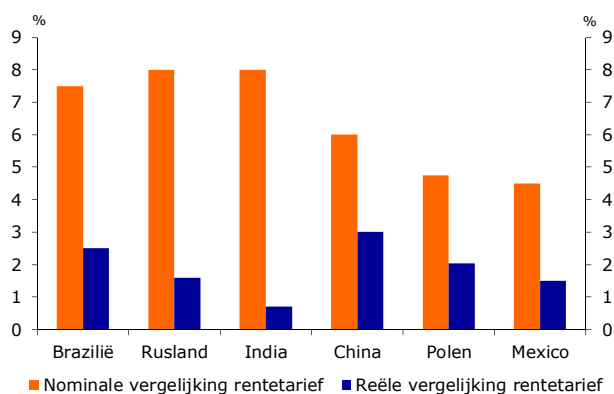
Emerging markets monitor

Het aanjagen van consumptie en investeringen stuit op een aantal barrières. Ten eerste zijn mensen en bedrijven spaarzamer in slechte economische tijden. Hierbij resulteert een lager rentetarief of een hogere geldhoeveelheid niet in meer consumptie, maar in hogere spaarsaldi. Volgens voorspellingen van het IMF zullen de bruto nationale besparingen –gewogen gemiddeld, voor alle ontwikkelingslanden– in 2013 33,8% van het BBP bedragen. Dit is een stijging van 1,7 procentpunt ten opzichte van 2009.

Daarnaast leidt een ruimer monetair beleid van de centrale bank niet in alle gevallen tot een stijging van de consumptieve kredietverlening. Hiervoor is namelijk ook een goed functionerend financieel systeem nodig. Brazilië is hiervan een goed voorbeeld. De officiële rente is de afgelopen periode stevig verlaagd, van 12,5% in juli 2011 naar 8% een jaar later. De tarieven die de gewone consument moet betalen, zijn daarmee wel gedaald, maar bedragen nog steeds meer dan 30%. Dit komt onder andere door de beperkingen die banken worden opgelegd bij het innen van onbetaalde rekeningen. Het duurt jaren alvorens een faillissement kan worden uitgesproken. Dit wordt meegenomen in de prijs van een lening. Doordat hiermee de prijs van een lening veel hoger is en blijft dan de inflatie, heeft het beleid van de centrale bank maar een beperkt effect op de kredietverlening. De rente voor consumenten gaat namelijk slechts van extreem hoog naar zeer hoog.

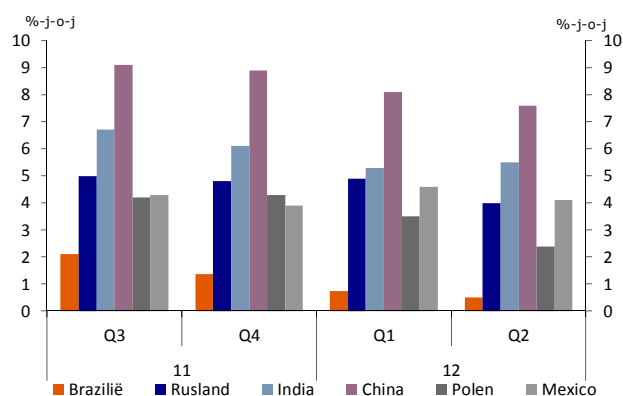
Monetair beleid wordt in ontwikkelingslanden ten slotte beperkt door de samenstelling van het uitgavenpatroon van (het merendeel van) de bevolking. Zij geeft namelijk een groot deel uit aan voedsel en energie, de twee meest volatiele componenten in de inflatie. Hierdoor is het voor centrale banken moeilijker om agressief monetair beleid te voeren zonder de schijnbare controle op inflatie te verliezen. Vooral voor ontwikkelingslanden is dit belangrijk, omdat zij nog niet de positie van *safe haven* hebben, en voor buitenlandse investeringen dus wel over een stabiel inflatiecijfer moeten beschikken. Zo is de centrale bank van

Figuur 3: Beleidsrente



Bron: Bloomberg, IMF WEO

Figuur 4: Economische groei



Bron: Bloomberg

Emerging markets monitor

India na een eenmalige daling van het basisrentetarief in april 2012 gestopt met het verlagen van de rente, omdat de inflatie juist door de grondstofprijzen onverwacht hoog bleef.

Wat staat er in de opkomende economieën te gebeuren?

Zoals gezegd zijn de economische groeiverwachtingen voor de ontwikkelingslanden minder gunstig dan vorig jaar. Daarnaast zal monetair beleid niet veel effect hebben, ook al wordt het in de tweede helft van het jaar verder verruimd. In een aantal landen kijkt men daarom al weer naar de budgettaire stimulering van de economie. Standaard gebeurt dat in Chili, waar anticyclisch begrotingsbeleid in de wet is verankerd. Daarnaast is Maleisië een uitzondering op de standaardregels doordat de economie aldaar ook vanuit de overheidsbegroting een stimulans krijgt. Hierbij kunnen de aanstaande verkiezingen in het land echter ook een rol hebben gespeeld.

Maar ook de grotere economieën ontkomen –in politieke en sociale zin– niet aan een beweging naar stimulering. Opkomende economieën hebben groei nodig om de sociale ontwikkeling van vooral de onderklasse op gang te houden. In Brazilië is recent een pakket aan maatregelen aangekondigd dat de investeringen in de infrastructuur moet aanjagen. Gezien de angst voor overstimulering van de economie zijn deze echter uitgesmeerd over een periode van tien jaar. De recente twee jaar van beduidend lagere groei hebben de angst voor oververhitting zoals in 2010 niet kunnen wegnemen. In India bestaat de mogelijkheid van een dergelijke stimulering niet of nauwelijks, door de verslechterende positie van de overheidsfinanciën. Als we daarbij ook naar China kijken, waarvoor de groeiverwachting voor 2012 tegen de 8% bedraagt, komen we ook voor de wereldeconomie uit op een sober plaatje. Waar de ontwikkelingslanden na de bankencrisis van 2008 nog het lichtpuntje aan de horizon vormden, hoeven we het komende half jaar niet te rekenen op een groeiversnelling uit de opkomende wereld.

Tabel 1: Verwachtingen opkomende economieën

	BBP-groei			Inflatie			Lopende rekening % van BBP		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Brazilië	2,7	2,5	4,6	6,6	5,3	5,1	-2,1	-2,6	-3,1
China	9,2	8,0	8,5	5,4	3,7	5,1	2,8	2,3	1,9
India	7,1	6,1	6,5	8,6	7,7	7,4	-2,8	-3,1	-2,4
Indonesië	6,5	5,9	6,5	5,4	5,3	6,5	0,2	0,2	0,2
Mexico	3,9	3,9	3,6	3,4	3,7	3,7	-0,8	-1,3	-1,8
Polen	4,3	2,6	3,5	4,3	3,5	2,8	-4,3	-4,1	-3,6
Rusland	4,3	4,0	3,9	8,4	4,8	5,8	5,5	3,9	1,9
Zuid-Afrika	3,1	2,6	3,3	5,0	5,4	4,3	-3,3	-4,6	-4,1
Zuid-Korea	3,6	3,0	4,1	4,0	2,8	3,1	2,4	1,9	2,5
Turkije	8,5	3,5	4,0	6,5	9,5	7,6	-9,9	-8,8	-7,7

Bron: IMF

Fabian Briegel
F.Briegel@rn.rabobank.nl

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