

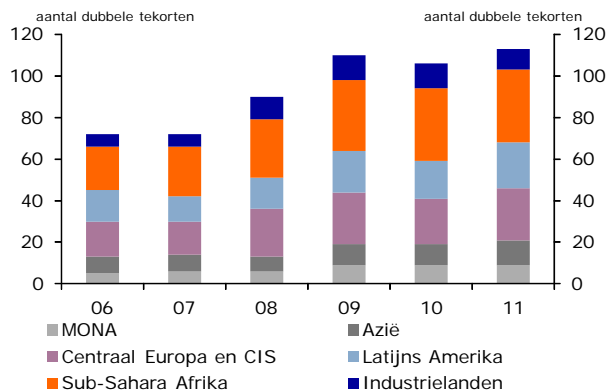
Emerging markets monitor

Twin deficit, dubbel probleem?

De afgelopen jaren is het aantal landen met een twin deficit –een tekort op de begroting en op de lopende rekening van de betalingsbalans– aanzienlijk toegenomen. Een twin deficit is een waardevolle indicator voor problemen, aange-

zien deze tekorten de kwetsbaarheid van een economie voor schokken vergroten. Hoewel het verband tussen de tekorten niet sterk is, kunnen overheden zich tot op zekere hoogte toch inspinnen om beide in evenwicht te brengen.

Figuur 1: Het aantal dubbele tekorten neemt toe



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Het probleem van tekorten

Het uitgangspunt is eenvoudig: als je aan één kant een tekort hebt, moet je aan de andere kant een overschot hebben. Een tekort op de begroting dwingt de overheid te lenen op de kapitaalmarkt. Een tekort op de lopende rekening benodigt kapitaalvoer om dat tekort te compenseren. Dit kan de vorm aannemen van een instroom van investeringen of van schuld.

De tekorten vergroten daardoor de kwetsbaarheid van een land voor bewegingen op de (internationale) kapitaalmarkten. Wanneer we het begrotingstekort als uitgangspunt nemen: als de regering geld leent op de lokale kapitaalmarkt, vermindert dat de beschikbaarheid van kapitaal voor de private sector. Anderzijds, als de overheid op de internationale kapitaalmarkt leent, is zij mogelijk niet in staat om financiering in de eigen valuta te verkrijgen. In dit geval zal de houdbaarheid van de overheidsschuld afhankelijk worden van de kracht van de lokale munt. Hier zien wij nog een kwetsbaarheid die het gevolg is van een *twin deficit*. Een tekort op de lopende rekening zal leiden tot druk op de koers van de lokale munt. In een systeem van vrije wisselkoersen betekent dit, dat de schuldenlast van de overheid toeneemt. In een situatie van vaste wisselkoersen zal de deviezenreserve worden ingezet om de eigen munt te verdedigen. Na verloop van tijd zal het voortbestaan van een *twin deficit* leiden tot een schoksgewijze devaluatie van de munt, als de deviezenreserve uitgeput raakt. Indien de overheidsschuld in vreemde valuta luidt, is een dergelijke devaluatie extra pijnlijk.

Het effect van de mondiale crisis

De mondiale crisis heeft in veel landen een *twin deficit* veroorzaakt. Enerzijds dwong de economische crisis regeringen om kostbare steun- en stimuleringsmaatregelen door te voeren. Anderzijds had de lagere vraag naar goederen vanuit de geïndustrialiseerde landen een negatief effect op de lopende rekening van landen die zwaar leunden op exporten naar de Europese Unie (EU) en de Verenigde Staten (VS). Dientengevolge steeg tussen 2006 en 2009 het aantal landen met een *twin deficit* van 72 naar 110 (van de 168 onderzochte landen).

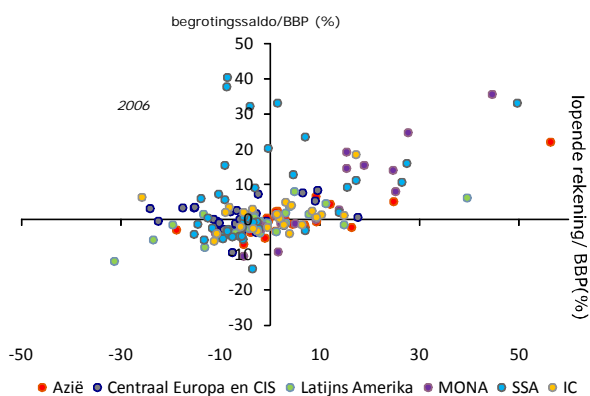
Emerging markets monitor

Het grotere aantal landen met een *twin deficit* is vooral het gevolg van een sterke stijging van het aantal landen met een begrotingstekort. In 2006 waren er slechts negentig landen met een begrotingstekort, in 2009 was dit aantal toegenomen tot 148. Bovendien steeg het gewogen gemiddelde van de begrotingsaldi van -1% van het BBP in 2006 tot -7% van het BBP in 2009. Daarentegen was het effect van de mondiale crisis op de lopende rekeningen van de landen veel minder uitgesproken. Tussen 2006 en 2009 steeg het aantal landen met een tekort op de lopende rekening van 104 tot 117, terwijl het gewogen niveau van de tekorten op de lopende rekening afnam van 5% van het BBP in 2006 tot 3% van het BBP in 2009. Deze cijfers weerspiegelen het feit dat de meeste landen een daling van zowel de export als de import kenden, een illustratie van de algehele neergang van de wereldhandel.

De meest kwetsbare landen

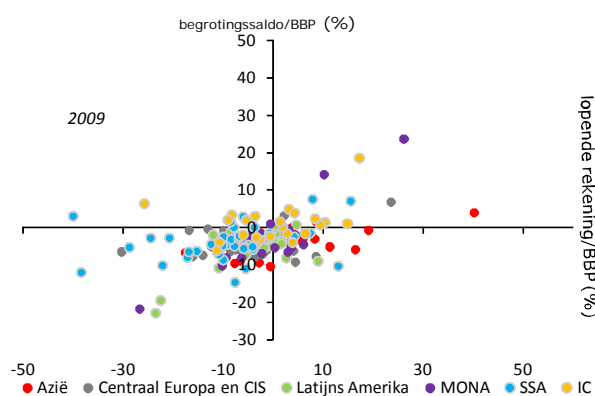
In deze moeilijke tijden lijken drie groepen landen het meest kwetsbaar voor de gevolgen van een *twin deficit*. De eerste groep bestaat uit landen die vóór de crisis al een relatief hoog en aanhoudend tekort op de lopende rekening, de begroting of beide hadden. Deze groep was minder goed in staat de plotselinge daling in de buitenlandse vraag of de snelle stijging van de overheidsuitgaven op te vangen. Hogere schuldenniveaus en/of de grotere afhankelijkheid van de instroom van buitenlands kapitaal om het tekort op de lopende rekening te financieren, maken deze landen bijzonder kwetsbaar. Een goed voorbeeld vormen de landen in Centraal- en Oost-Europa. In 2006 hadden alle 21 onderzochte landen in deze regio een tekort op de lopende rekening, terwijl vijftien landen een *twin deficit* hadden. Bovendien beschikten deze landen nauwelijks over een vangnet vanwege de hoge buitenlandse en overheidsschulden. Bijvoorbeeld in Hongarije leidden overmatige overheidsuitgaven in de groeiperiode vóór de crisis tot een overheidsschuld van meer dan 60% van het BBP, terwijl een aanhoudend tekort op de lopende rekening tot een netto buitenlandse schuld van bijna 100% van het BBP leidde (in 2006). Hierdoor was het land zeer kwetsbaar voor plotselinge schokken in het marktsentiment en werd het al in 2008 gedwongen € 20 mil-

Figuur 2: Gewogen begrotingstekorten



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 3: Gewogen tekorten op de lopende rekening



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Emerging markets monitor

jard aan noodsteun te vragen aan het IMF, de EU en de Wereldbank. In Azië begonnen sommige landen ook met een tekort op de begroting, dat in de loop van de crisis verder toenam. De meest opmerkelijke voorbeelden zijn India, Laos,

Pakistan en Sri Lanka. Niettemin is deze ontwikkeling veel minder zorgwekkend, aangezien de meeste Aziatische landen grote overschotten of slechts beperkte tekorten hebben op hun lopende rekening.

De tweede groep betreft landen die na de crisis worstelen met het terugbrengen van hun uitgaven en moeite hebben terug te keren naar een prudentieel macro-economisch beleid. Vooral in Latijns-Amerika zien we een sterke en aanhoudende stijging van het aantal landen met een begrotingstekort. Vóór de mondiale crisis, in 2006, waren er achttien landen met een begrotingstekort, maar in 2009 was dit aantal gestegen tot 26 (van de 27 onderzochte landen). Belangrijker is dat wij

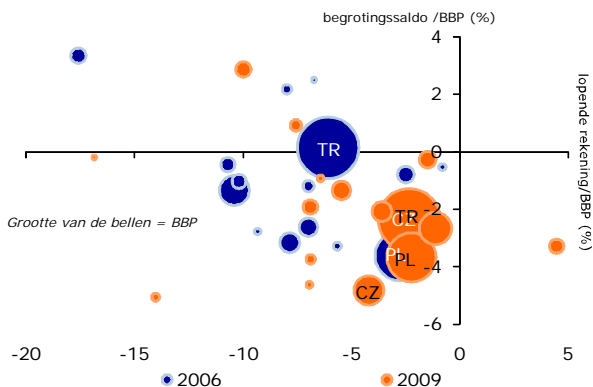
verwachten dat alle 27 overheden in 2011 een tekort zullen hebben. Het meest sprekende voorbeeld is Costa Rica. Het begrotingssaldo van dit land verslechterde van een overschot van 6% van het BBP in 2006 tot een verwacht tekort van 7% van het BBP in 2011. Deze getallen onderstrepen de terughoudendheid van overheden om impopulaire maatregelen te nemen en de fiscale stimuleringsprogramma's af te bouwen. En aangezien veel landen bovendien al een tekort op de lopende rekening hebben, zal het aantal landen in Latijns-Amerika met een *twin deficit* naar verwachting toenemen van vijftien in 2006 tot 22 in 2011.

De laatste groep bestaat uit de minst ontwikkelde landen die te lijden hadden van de dalende buitenlandse hulp en geldzendingen tijdens de crisis. Vooral in Sub-Sahara Afrika zijn veel landen sterk afhankelijk van buitenlandse hulp, die vaak meer dan 50% van de overheidsbegroting uitmaakt. Doordat er in hulpprogramma's werd gesneden, steeg het aantal Afrikaanse landen met begrotingstekorten van 22 in 2006 tot 37 in 2010. Zelfs vóór de crisis hadden veel van deze landen al grote tekorten op hun lopende rekening. Dientengevolge steeg het aantal Sub-Sahara Afrikaanse landen met een *twin deficit* van twintig in 2006 tot naar verwachting 34 in 2011 (van de 43 onderzochte landen). Alles bij elkaar een zorgwekkend beeld.

Niet altijd reden voor paniek

Een tekort op de lopende rekening of de begroting is geen directe reden voor paniek. Landen die een gezond macro-economisch beleid voeren, zijn in het algemeen in staat een periode van economische krimp het hoofd te bieden. In die gevallen wordt een tekort gezien als het gevolg van verstandig anticyclisch beleid. De Chileense regering staat bijvoorbeeld bekend om haar vermogen om

Figuur 4: Centraal-Europa



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Emerging markets monitor

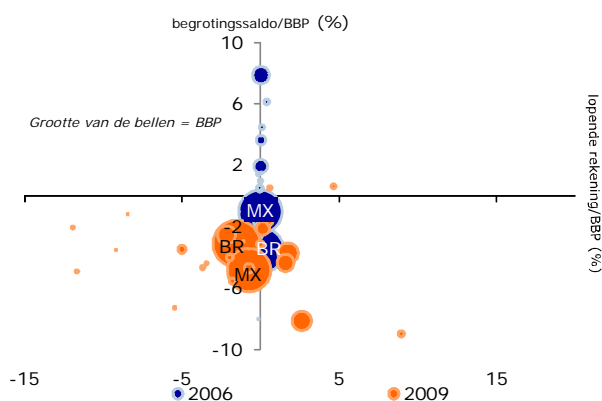
de uitgaven te verminderen in goede jaren, terwijl het de uitgaven verhoogt in moeilijke tijden. Om deze reden werden de begrotingstekorten van dit land in 2008 en 2009 niet als zorgwekkend beschouwd, zelfs terwijl deze samenvielen met een (klein) tekort op de lopende rekening. Evenzeer zouden landen die overwegend overschotten hebben op hun lopende rekening, zoals de meeste olie-exporterende landen, in staat moeten zijn om een tijdelijke daling van de vraag op te vangen.

Zelfs een *twin deficit* is niet zonder meer een probleem, indien de import en/of overheidsbestedingen worden geïnvesteerd in projecten met hoge rendementen. Panama is daar een voorbeeld van. Gezien de omvang van de Panamese economie is het effect op de begroting van het miljarden kostende project om het Panamakanaal te verbreden enorm. Bovendien leidt het feit dat buitenlandse aannemers worden ingezet en buitenlandse goederen bij de uitvoering noodzakelijk zijn tot een tekort op de lopende rekening. Het verbrede Panamakanaal zal naar verwachting de internationale inkomsten op lange termijn verhogen, waardoor het land in staat zal zijn om zowel de overheidsschuld te reduceren als de lopende rekening weer positief te krijgen. Het is dus van belang om, bij het beoordelen van de vraag of een twin deficit houdbaar is, ook de winstgevendheid van investeringen te analyseren. Helaas lijkt Panama een eenzame uitzondering.

Wat kan er worden gedaan?

De signalen van een *twin deficit* zijn onheilspellend. Zij wijzen op een toegenomen kwetsbaarheid voor toekomstige schokken in veel van de onderzochte opkomende economieën. Gelukkig kunnen regeringen een actieve rol spelen bij het elimineren van deze kwetsbaarheden. Een recente IMF-studie toont aan dat het gemiddelde effect van een reductie van het begrotingstekort met een dollar leidt tot een verbetering van de lopende rekening van gemiddeld 34 cent. Regeringen zijn daarom in staat om de zaken (deels) in eigen hand te nemen. Wij dringen er bij hen op aan dat snel te doen.

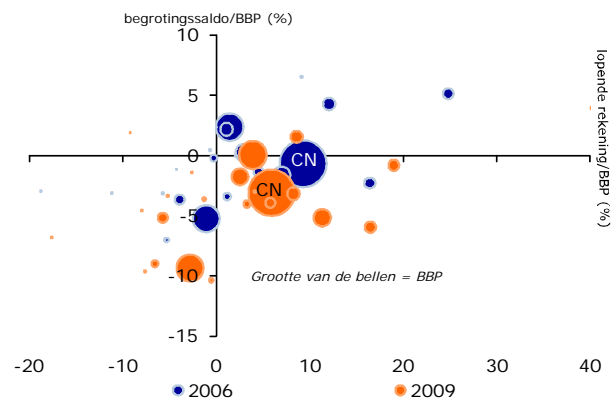
Figuur 5: Latijns-Amerika



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Anouk Ruhaak
A.Ruhaak@rn.rabobank.nl

Figuur 6: Azië



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

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