

Emerging markets monitor

Zijn ontwikkelingslanden immuun?

Hebben ontwikkelingseconomieën¹ economisch gezien meer weerstand dan in het verleden? Als vroeger de Amerikaanse economie kuchte, hadden ontwikkelingslanden direct een longontsteking. Steeds meer economen zeggen dat ontwikkelingslanden inmiddels een grote weerstand hebben opgebouwd. Nu de Amerikaanse economie een stevige kou lijkt te hebben gevat, wordt het tijd deze aanname eens onder de loep te nemen.

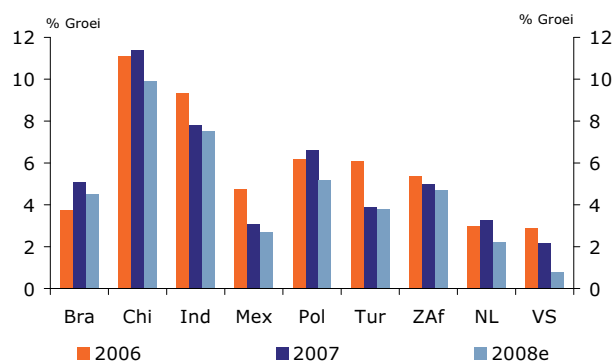
Begin 2007: Ontwikkelingslanden hebben de wind in de zeilen

Tot begin 2007 werden de ontwikkelingslanden al enkele jaren voortgestuwd door de Amerikaanse motor en de Chinese katalysator. Aan toenemende vraag uit de VS werd voldaan door – met name – Chinese consumptiegoederen. China op zijn beurt had voor de productie hiervan en de eigen binnenlandse groei grondstoffen nodig uit de rest van de wereld. De prijzen van de grondstoffen stegen tot ongekende hoogte. De hogere grondstofprijzen zorgden bij menig grondstoffenproducent voor een overschot op de lopende rekening, waarmee schuldposities werden afgebouwd en internationale reserves opgebouwd. De kredietwaardigheid van de meeste ontwikkelingslanden verbeterde.

Daarnaast was er sprake van een zeer liquide financiële markt. Banken en andere financiële instellingen konden in het westen onvoldoende rendement op investeringen behalen. Er golden zeer lage rentetarieven op zowel de staatsobligaties als op leningen aan het bedrijfsleven. Op zoek naar rendement boden investeringen in ontwikkelingslanden een aantrekkelijk alternatief. De verbeterde kredietwaardigheid van deze landen leidde ertoe dat ook voor dit soort leningen de prijzen daalden. Ontwikkelingslanden konden kiezen uit een overvloed aan financiële middelen. Begin 2007 hadden overheden in veel ontwikkelingslanden in hun financieringsbehoefte voor de komende twee jaar voorzien tegen

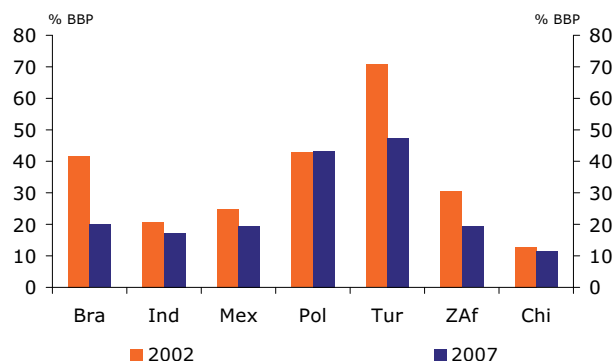
¹ Met ontwikkelingslanden bedoelen we alle niet-geïndustrialiseerde landen.

Figuur 1: Groei 2006 - 2008



Bron: Economist Intelligence Unit, Rabobank

Figuur 2: Schuld in % BBP



Bron: Global insight, Rabobank

Emerging markets monitor

gunstiger prijzen en langere looptijden dan voorheen. Ook werden meer schulden in de lokale dan in buitenlandse valuta aangegaan.

Tenslotte was door de aanhoudende groei het besteedbaar inkomen in de verschillende landen gestegen. Niet alleen de rijken zijn erop vooruit gegaan, maar ook in bredere lagen van de bevolking heeft men het positieve effect van economische groei meegemaakt. In 2006 werd de groei van de binnenlandse bestedingen voor veel ontwikkelingslanden al genoemd als motor achter de groei.

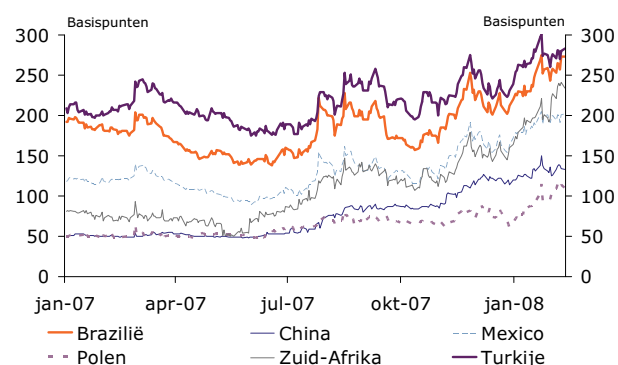
Voorjaar 2007: De huizenmarkt in de VS leidt tot wereldwijde zorgen

Conjunctuuranalisten kijken voor een inschatting van de Amerikaanse consumptie vaak naar de huizenprijzen. Bij stijgende huizenprijzen neemt de Amerikaanse consument een hogere hypotheek om haar uitgaven te bekostigen. Zolang de huizenprijzen blijven stijgen heeft dat geen gevolgen voor de stabiliteit van de financiële sector.

Helaas bleek er in 2006 in de VS geen rek meer in de huizenprijs te zitten. Daarnaast hadden veel hypotheekverstrekkers in hun zoektocht naar klanten een goede controle naar de kredietwaardigheid van hun klanten achterwege gelaten. In de loop van 2007 bleek een groot aantal huizenbezitters niet langer in staat hun verplichtingen na te komen. Dit veroorzaakte de sub-prime crisis in de financiële sector (zie ook het Economisch Kwartaalbericht van oktober 2007). Veel banken bleken via financieringsconstructies kwetsbaar voor de sub-prime leningen. Door de ondoorzichtigheid van de financiële constructies was niet direct duidelijk hoeveel verliezen zouden worden geleden. Dit veroorzaakte weer een groot onderling wantrouwen in de financiële sector zelf, waardoor verscheidene banken in liquiditeitsproblemen kwamen.

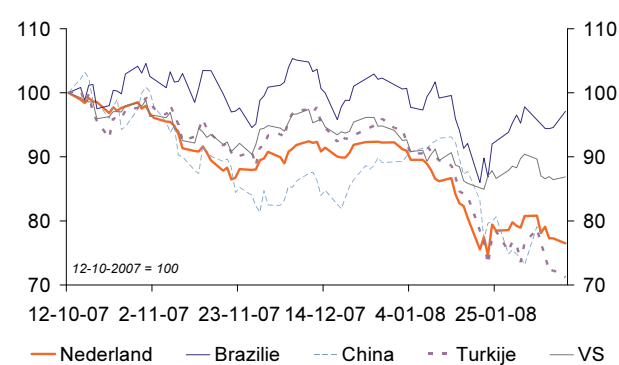
De VS lijken hierdoor in grote problemen te zijn gekomen. Men houdt serieus rekening met een Amerikaanse recessie. De beurzen hebben heftig op de gebeurtenissen gereageerd en de Fed heeft gemeend te moeten ingrijpen.

Figuur 3: EMBI Global spreads vanaf 1 januari 2007



Bron: J.P. Morgan & Co. Incorporated, Rabobank

Figuur 4: Aandelen vanaf 12 oktober 2007 (=100)



Bron: J.P. Morgan & Co. Incorporated, Rabobank

Emerging markets monitor

Ondanks de drastische neerwaartse rentebijstelling, verwacht de president van de Fed dat de gevolgen van de sub-prime crisis tot diep in 2008 zullen worden gevoeld.

Hoe werkt de besmetting?

In het verleden zijn schokken in het westen op twee manieren doorgegeven aan de ontwikkelingslanden: door het terugtrekken van kapitaal en door een daling van de vraag naar goederen. De vlucht van westers kapitaal uit ontwikkelingslanden is niet altijd het gevolg geweest van het economisch risico ter plaatse. Het meest zuivere voorbeeld hiervan is Argentinië aan het begin van de vorige eeuw. De Eerste Wereldoorlog en de Grote Depressie leidden tot een grote vlucht van buitenlands kapitaal. Investeerders willen bij dergelijke onoverzichtelijke economische situaties zoveel mogelijk controle houden en trekken daarom geld terug uit verre landen. Het gevolg is dat een fundament van de economische structuur – kapitaal – wordt verzwakt.

Bovendien worden leningen voor ontwikkelingslanden op zo'n moment in een rap tempo duurder. Ook in het meer recente verleden zijn er voorbeelden te over. De crisis in Brazilië in 1998 werd mede ingegeven door de angst van investeerders voor ontwikkelingslanden in het algemeen. Buitenlandse investeerders hadden Rusland kort daarvoor in de problemen zien komen en vreesden zo kort na de Azië-crisis voor wereldwijde problemen in ontwikkelingslanden. Uiteraard werkte deze vrees als een *self-fulfilling prophecy* en werd Brazilië door het vluchtende kapitaal een crisis ingetrokken.

Ook kan een recessie in de VS leiden tot een lager niveau van de exporten en de grondstofprijzen. Landen in recessie importeren minder. De verminderde vraag vanuit de VS naar consumptiegoederen leidt tot lagere exportopbrengsten voor ontwikkelingslanden. Daarnaast zal door een algemeen dalend productieniveau in zowel de VS als bijvoorbeeld China de vraag naar grondstoffen dalen. Het kan uiteraard nog ernstiger worden indien de VS besluiten tot importbeperkende maatregelen ter bescherming van de eigen producenten.

Ontwikkelingslanden minder vatbaar? Een eerste toets

In april vorig jaar openbaarden zich de eerste problemen op de Amerikaanse hypotheekmarkt. We kunnen daarom kijken welke gevolgen dit heeft gehad voor ontwikkelingslanden. Op deze korte termijn zijn nog geen grote veranderingen te verwachten in de exportsectoren. Vandaar dat deze eerste toets bestaat uit het kijken naar de reactie op de financiële markten. We kijken naar de gevolgen voor de aandelenmarkten en de EMBI (Emerging Markets Bond Index) spreads. Deze laatste tonen het verschil in rente tussen Amerikaans staatspapier (US Treasury bills) en de staatsobligaties van ontwikkelingslanden met een vergelijkbare looptijd.

Emerging markets monitor

Toen in april 2007 bleek dat de financiële sector in de VS in de problemen zou kunnen komen was er nauwelijks een reactie in de handel op obligaties van ontwikkelingslanden. Sterker: de EMBI spreads daalden zelfs. Begin 2007 zaten

deze spreads, historisch gezien, al op een zeer laag niveau en ze daalden zelfs nog tot in juni. De afname van de spreads kwam door een toename van het aanbod van kapitaal op deze markt. Het marktsentiment leek verschoven.

In de eerste drie maanden sinds april was het vertrouwen in ontwikkelingslanden toegenomen ten opzichte van dat in de VS. Maar toen in augustus het vertrouwen in de financiële sector over de hele linie wegzakte, zagen we een snelle toename van de spreads. Voor Zuid-Afrika, China en Polen is het renteverskil met de Treasury bills meer dan verdubbeld.

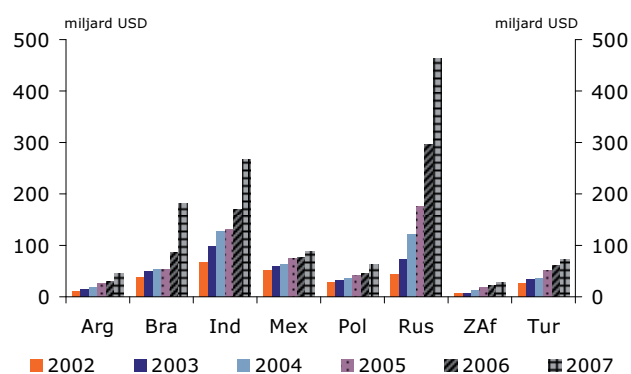
Het stijgen van de spreads betekent niet dat deze landen direct in de problemen zullen komen. De consensus onder analisten is dat de huidige spreads de risico's in ontwikkelingslanden beter vertegenwoordigen, waar ze daarvoor werden onderschat. In plaats van een overreactie op een schok in het westen kan het dus ook gezien worden als een correctie op te lage prijzen die werden berekend. Daarom kunnen er geen conclusies over de vatbaarheid van ontwikkelingslanden aan worden verbinden.

Vanaf oktober 2007 hebben de aandelenbeurzen flinke klappen gehad. Op 12 oktober 2007 zaten de beurzen van de VS en Nederland op een top die sinds het barsten van de IT-bel niet was gehaald. Inmiddels is een groot deel van de eerdere koerswinsten uit 2007 weggevaagd, met name door verliezen in de financiële sector. De Amerikaanse beurs heeft sinds 12 oktober ruim 14% aan waarde verloren, de Nederlandse AEX bijna 25%. De ontwikkelingslanden waar wij naar hebben gekeken zijn ruwweg in drie groepen te verdelen. De beurzen van China, Polen en Turkije hebben net zo slecht of slechter gepresteerd dan de Nederlandse beurs. India, Mexico en Zuid-Afrika deden het iets beter dan de Dow Jones en de beurs van Brazilië heeft in vier maanden een tijdelijk verlies van bijna 14% vrijwel geheel goedge maakt. Omdat de aandelenbeurzen van de genoemde ontwikkelingslanden in deze roerige periode niet noemenswaardig slechter hebben gepresteerd dan de aandelenbeurzen in industrielanden is er geen sprake van een allergische reactie. De eerste toets is dan ook doorstaan.

Verhoogde weerbaarheid op lange termijn?

De reactie op financiële markten zegt echter weinig over de weerbaarheid van ontwikkelingslanden op lange termijn. Daarvoor moeten we hun verbeterde economische conditie afzetten tegen de kwetsbaarheden die zijn gebleven.

Figuur 5: Stand van de buitenlandse reserves

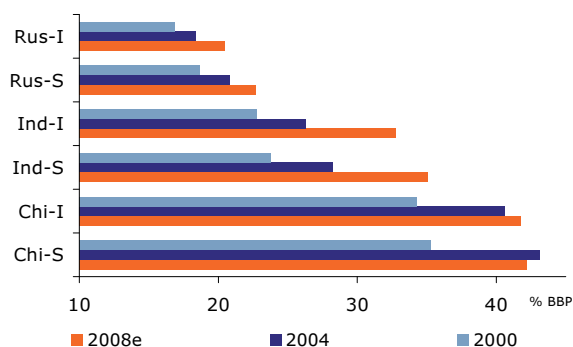


Bron: Economist Intelligence Unit, Rabobank

Emerging markets monitor

In het algemeen zijn ontwikkelingslanden momenteel beter dan ooit uitgerust tegen economische schokken. De schulddispositie is verbeterd door afbetalingen en verbeteringen in de looptijden en valutaire samenstelling. Landen hebben hierdoor meer ruimte om bij te lenen als dat nodig is. Daarnaast hebben meerdere landen stabilisatiefondsen aangelegd die men kan aanwenden om de economie te stimuleren bij lagere grondstofprijzen. Om de onmiddellijke pijn te verzachten zijn de autoriteiten van ontwikkelingslanden tegenwoordig ook beter toegerust. De buitenlandse deviezenvoorraden, gelden die direct beschikbaar zijn om geschokte (valuta-)markten te kalmeren, zijn de laatste jaren enorm gestegen. Bovendien zijn de investeringen in ontwikkelingslanden sterk gegroeid, op basis van binnenlandse besparingen. Het belangrijkste argument voor grotere immuniteit van ontwikkelingslanden is echter dat hun economieën minder afhankelijk van export-opbrengsten zijn geworden.

Figuur 6: Investeringen (I) en binnenlandse besparingen (S)



Bron: Economist Intelligence Unit, Rabobank

De buitenlandse deviezenvoorraden, gelden die direct beschikbaar zijn om geschokte (valuta-)markten te kalmeren, zijn de laatste jaren enorm gestegen. Bovendien zijn de investeringen in ontwikkelingslanden sterk gegroeid, op basis van binnenlandse besparingen. Het belangrijkste argument voor grotere immuniteit van ontwikkelingslanden is echter dat hun economieën minder afhankelijk van export-opbrengsten zijn geworden.

Een sterk groeiende binnenlandse vraag zou de exportvraag kunnen vervangen waardoor het groeicijfer op peil blijft. Voor veel ontwikkelingslanden is de binnenlandse bedrijvigheid inderdaad toegenomen, maar dit neemt niet weg dat de structurele groei van de meeste ontwikkelingslanden nog steeds geleid wordt door hogere exportopbrengsten. Als de uitvoer het af laat weten zal dat uiteindelijk ook de binnenlandse bestedingen uithollen, omdat de lokale koopkracht gebaseerd is op inkomens die in de exportsector verdiend zijn. Voor de meeste ontwikkelingslanden geldt voorts dat de binnenlandse vraag nog te weinig wordt bevredigd door binnenlands aanbod. De aanbodszijde is onvoldoende ontwikkeld om aan de vraag te voldoen. De weerbaarheid van ontwikkelingseconomieën groeit pas werkelijk als de inkomensstijging voornamelijk lokaal wordt verdiend en besteed.

Hoewel de weerbaarheid van ontwikkelingseconomieën groter is dan enkele jaren geleden, is het te vroeg om te spreken van ontkoppeling. Men zou wel kunnen spreken van een langere incubatietijd. Bovendien leidt een crisis in het westen het niet meer tot een longontsteking, maar waarschijnlijk nog wel tot een flinke verkoudheid.

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

Robin de Milliano
R.Milliano@rn.rabobank.nl