

China Focus

Tien prangende vragen

Economisch Bureau
Emerging Markets &
Commodities

Arjen van Dijkhuizen
+31 20 628 8052.

22 september 2015

- Wij hebben onze groeiraming voor 2016 verlaagd van 7% naar 6,5%.
- We gaan er dus vanuit dat de economie geleidelijk aan verder afkoelt, aangenomen dat de autoriteiten blijven stimuleren.
- Hierbij blijven de dienstensector en de consumptie beter op peil dan de industriële activiteit en de investeringen.
- Toch hebben recente ontwikkelingen op de aandelen- en valutamarkten twijfels gezaaid over het vermogen van de Chinese autoriteiten om macro-economische en financiële stabiliteitsrisico's te beheersen.
- Daarbij staat China bloot aan een aantal belangrijke macro-financiële risico's. Als deze niet goed worden beheerd, is een sterkere groeivertraging of zelfs een harde landing denkbaar.
- In dit rapport gaan we aan de hand van tien kernvragen in op de groei van China en de belangrijkste risico's.

1. Waarom maken de markten zich zorgen over China?

In de voorbije maanden zijn de financiële markten zich meer zorgen gaan maken over de economische vooruitzichten voor China. De val van de aandelenkoersen in de periode juni-augustus, de onverwachte wijziging van het valutabeleid medio augustus, de scherpe daling van de grondstoffenprijzen en de zwakke macrocijfers; al deze factoren hebben de vrees aangewakkerd dat de Chinese economie slechter presteert dan de officiële (BBP-) cijfers doen vermoeden. De geringere liquiditeit op de mondiale financiële markten in augustus en de dreigende renteverhoging door de Fed lijken ook aan deze volatiliteit te hebben bijgedragen.

De zorgen rond China zijn begrijpelijk, maar de perceptie ten aanzien van China lijkt de laatste maanden meer te zijn veranderd dan de situatie in China zelf. Gegeven de omvang van het land en het gebrek aan transparantie worden markten wel vaker zenuwachtig van slecht nieuws, zeker als dat onverwacht komt. Tegelijkertijd zijn de risico's niet nieuw (zie hieronder). Verder heeft de Chinese economie in de loop van het jaar weliswaar aan vaart verloren, maar de macrocijfers wijzen nog steeds in de richting van een geleidelijke vertraging. Al met al hebben de recente ontwikkelingen op de aandelen- en valutamarkten twijfels gezaaid over het vermogen van de Chinese autoriteiten om macro-economische en financiële stabiliteitsrisico's te beheersen.

2. Wat vertelt de aandelenmarktcorrectie ons?

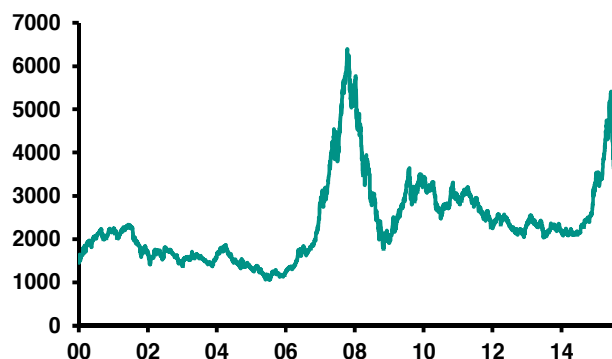
Na meer dan verdubbeld te zijn sinds oktober 2014, zijn de Chinese aandelenmarkten sinds juni 40-45% in waarde gedaald, hoewel sinds kort een stabilisatie optreedt. De scherpe correctie is deels veroorzaakt door de zorgen over de groeivertraging. Deze beweging is versterkt door de aanscherping van regelgeving en het sluiten van posities die waren opgezet met geleend geld. De correctie moet wel in perspectief worden geplaatst. De enorme stijging in het afgelopen jaar, deels gevoed door overheidsbeleid en de toename van beleggen met geleend geld, stemde niet overeen met de onderliggende economische ontwikkeling van China. In

dat opzicht kan zelfs gesproken worden over een welkome correctie.

De autoriteiten hebben verschillende maatregelen genomen in reactie op de val van de aandelenkoersen (zie ook ons rapport van 5 augustus j.l.). Zo kregen staatsbanken de opdracht om, in aanvulling op de centrale bank, leningen te verstrekken aan de *China Securities Finance Corporation*. Dat is een overheidsinstelling die desgewenst aandelen kan aankopen. De stevige beleidsreactie toont aan dat de overheid bereid is om op korte termijn stabiliserende maatregelen te nemen, ook als die (deels) strijdig kunnen zijn met langere-termijn doelen. De maatregelen hebben twijfels gezaaid over de bereidheid om werkelijk de financiële markten te liberaliseren. Ook tonen de ontwikkeling aan dat de spelregels voor de Chinese aandelenmarkt beter moeten. Verder heeft de correctie negatieve effecten op de economie (vertrouwenseffecten, lagere groeibijdrage financiële dienstverlening). Toch blijven de totale (welvaarts)effecten waarschijnlijk binnen de perken.

Een scherpe correctie op de aandelenmarkten

SSE index, A shares



Bron: Thomson Reuters Datastream

3. Een logische aanpassing van het wisselkoersregime?

Ja, maar de communicatie daarover had een stuk beter gekund. De autoriteiten wilden laten zien dat ze het wissel-

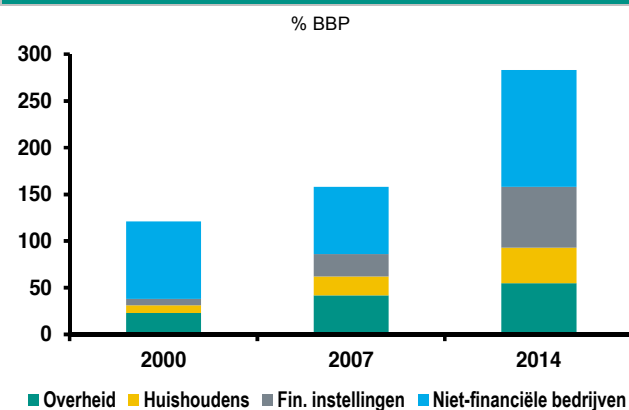
koersbeleid sterker op marktelementen willen baseren, om daarmee de kans te vergroten dat het IMF de Chinese yuan gaat toevoegen aan de zogenoemde SDR-mand. Verder tastte de koppeling van de yuan aan de sterke dollar de Chinese concurrentiepositie aan. Enige depreciatie van de yuan helpt niet alleen om de concurrentiepositie wat te verbeteren, maar kan ook bijdragen aan een opleving van de inflatie. We verwachten nog wel enige verzwakking van de yuan in 2015 en 2016, maar zeker geen grootschalige valuta-oorlog. De genomen stappen zijn immers vrij bescheiden. De yuan blijft zeer waarschijnlijk een sterk aan banden gelegde valuta, waarbij de autoriteiten geen scherpe depreciatie zullen toestaan.

4. Wat zijn de belangrijkste macro-financiële risico's?

Wij wijzen al lang op verschillende belangrijke macro-financiële – naast (geo)politieke – risico's, die een sterkere groeivertraging of zelfs een harde landing kunnen veroorzaken als ze niet goed worden beheerd. De belangrijkste macro-financiële risico's die wij zien voor ons basisscenario van een geleidelijke vertraging, zijn:

1. China heeft een hoge schuldenlast, deels als gevolg van het omvangrijke stimuleringsprogramma dat in 2008 werd gestart. De totale schuldenlast van China wordt geraamd op circa 280% van het BBP. Dat is vergelijkbaar met welvarende economieën als de VS en Duitsland en hoog in verhouding tot andere opkomende markten. Volgens ons moeten deze schuld niveaus de komende tijd worden vermindert om het groeipad van China op de wat langere termijn veilig te stellen.

De opbouw van China's schulden



Bron: McKinsey Global Institute

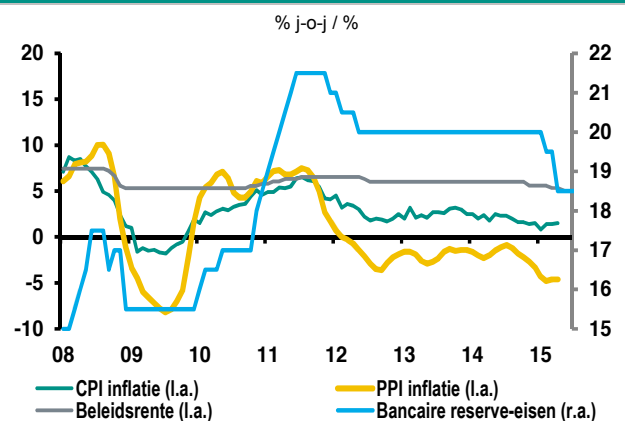
2. De drijvende krachten achter het oude groeimodel waren de overheidsinvesteringen en de export. China kan de investeringen niet eindeloos blijven stimuleren. Verder is de wereldmarkt simpelweg niet groot genoeg om het hoge tempo van de exportgroei dat we in het verleden zagen, te blijven faciliteren. Het ombrengen van het groeimodel is echter niet eenvoudig en brengt risico's met zich mee voor de economische groei.

3. Een erfenis van de oude groeistrategie die sterk leunde op investeringen, is dat de Chinese industrie- en vastgoedsectoren kampen met een aanzienlijke overcapaciteit. Dit drukt de investeringsvraag. De producentenprijzen vertonen al enkele jaren een dalende lijn. Deze overcapaciteit zal de groei ook de komende jaren remmen en kan ook bredere negatieve uitstralings-effecten hebben op de groei van de totale economie.
4. Om de economische groei van China op de langere termijn te waarborgen, zijn meer hervormingen zoals liberalisatie van de financiële markten nodig. De openstelling van het financiële stelsel houdt echter ook risico's in voor de financiële stabiliteit. Zo zou bijvoorbeeld de kapitaaluitstroom kunnen toenemen.
5. Hoewel de kern van het financiële stelsel indien nodig wordt beschermd via staatssteun, schuilen risico's in de dwarsverbanden tussen vastgoed, lokale overheden en schaduw-bankwezen. Bovendien nemen de probleemkredieten toe door de groeivertraging bij de industrie en de dalende winstgevendheid van bedrijven.

5. Kan de overheid een zachte landing registreren?

Ons basisscenario is inderdaad een zachte landing. Hoewel de risico's toenemen, is schuldreductie makkelijker bij een hoge dan bij een lage economische groei. Bovendien blijft de overheid bereid om stabilisatiemaatregelen te nemen. Daarbij komt dat er nog ruimte is voor monetaire en budgettaire stimulering (zie hieronder). China heeft verder een sterke externe positie: het overschot op de lopende rekening is opgelopen tot ongeveer 2,5% van het BBP. Nog een ander pluspunt is dat de valutareserves nog steeds zeer royaal zijn in vergelijking met de import en de buitenlandse schuld. Dit is het geval ondanks de recente daling als gevolg van interventies ter verdediging van de yuan. Dit geeft China meer speelruimte om bedreigingen van buitenaf het hoofd te bieden. Tot slot is de politieke situatie in China stabiel, al betekent dit niet dat er geen beleids- en (geo)politieke risico's zijn.

Is er nog speelruimte?



Bron: Thomson Reuters Datastream.

6. Hoe wordt verdere stimulering gestalte gegeven?

De centrale bank (PBoC) heeft in het afgelopen jaar de beleidsrentes met 100 bp en de reservevereisten voor commerciële banken met 200 bp verlaagd. Het verschil tussen het belangrijkste rentetarief (4,6%) en de inflatie (2% j-o-j in augustus) blijft echter groot. Ook de reserve-vereisten voor banken zijn, naar internationale maatstaven, met 18% nog steeds hoog. Het doel voor de langere termijn is om het totale schuldniveau terug te dringen. Daarom verwachten wij dat de PBoC een vrij voorzichtige koers blijft varen ten aanzien van een lagere rente. Voor dit jaar gaan wij uit van nog één renteverlaging. De autoriteiten gaan waarschijnlijk actiever gebruikmaken van de reservevereisten, mede in reactie op het weglekken van liquiditeit door valuta-interventies. Voor dit jaar rekenen wij op een verdere verlaging van de reservevereisten met 50 bp en voor volgend jaar met nog eens 150 bp. Wij verwachten dat de PBoC ook andere instrumenten uit haar monetaire arsenaal gaat inzetten. Te denken valt aan haar standaard-faciliteiten om liquiditeit te verschaffen, gerichte kredietverlening aan staatsbanken of gerichte verlagingen van de reservevereisten voor financiële instellingen met een specifiek mandaat (zoals mkb-krediet).

Maar het arsenaal is hiermee niet uitgeput. De autoriteiten passen ook gerichte budgettaire stimulering toe en wij verwachten dat zij hiermee doorgaan, met name in de vorm van meer investeringen in de infrastructuur en specifieke bestemmingen zoals de ontwikkeling van achterstandswijken en landelijke gebieden. De uitbreiding van het programma waaronder lokale overheden obligaties kunnen uitgeven ter vervanging van duurdere bankleningen, zou lokale overheden moeten helpen hun uitgaven op peil te houden. Bovendien zullen de autoriteiten prudentiële regelgeving blijven inzetten. Zo gaat men de minimumnorm ten aanzien van de verhouding tussen leningen en deposito's afschaffen en zijn de regels voor de aanbesteding voor een tweede woning versoepeld.

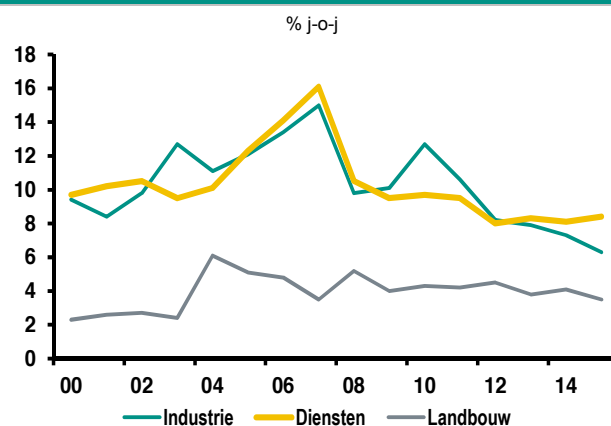
7. Zit er schot in de hervormingen?

Ja, tot op zekere hoogte. Het aanbrengen van evenwicht in de economie is voor een deel een natuurlijk proces als de welvaart toeneemt. Toch zal dit proces zelfs bij een actieve aansturing door de overheid jaren duren. De investeringen vormen nog altijd de belangrijkste uitgavencategorie, al is het aandeel wel afgenomen van 44,6% in 2010 naar een geraamde 42,4% dit jaar. Het aandeel van de particuliere consumptie in het BBP is inmiddels gestegen van 36% in 2010 naar 38% in 2015. De particuliere consumptie wordt in het BBP echter onderschat. Eén ding is wel duidelijk: de dominante rol van de industrie kalft af. Sinds 2012 is de dienstensector de grootste sector, met dit jaar een aandeel van bijna 50% in het BBP.

Om sectoren met een sterk groeipotentieel te steunen en de ontwikkeling van de private sector te faciliteren moeten hervormingen (bijvoorbeeld die van staatsbedrijven) worden

verbreed en verdiept. Uit recente maatregelen blijkt echter dat ook in China nationalistische, politieke doelen in de praktijk prevaleren boven economische hervormingen. Toch zijn enkele hervormingen in gang gezet, onder meer op het gebied van overheidsfinanciën (nieuwe begrotingswet, swap-programma lokale overheden), deregulering en financiële liberalisatie. De manier waarop de autoriteiten reageerden op de val van de aandelenmarkten en de wisselkoers laat echter zien dat het hervormingsproces in China vaak gaat als een Echternachse processie: drie stappen vooruit, twee stappen achteruit.

Dienstensector houdt beter stand dan industrie

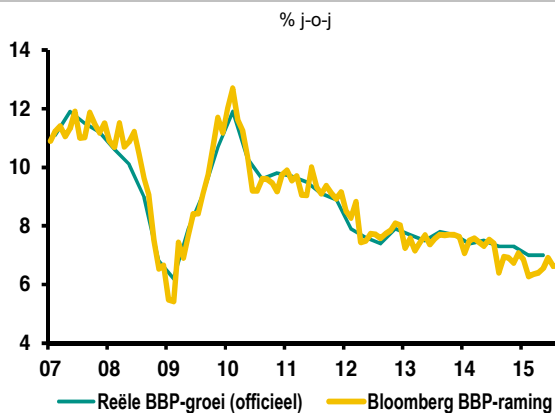


Bron: Economist Intelligence Unit.

8. Vertellen de BBP-cijfers de waarheid?

De discussie over de betrouwbaarheid van de officiële Chinese BBP-cijfers is weer opgelaaid na de bekendmaking van de cijfers over het eerste en tweede kwartaal. Deze kwamen precies uit op 7,0%, in lijn met de doelstelling voor heel 2015. Sommige alternatieve indicatoren wijzen echter op een groei van slechts 4-5%. Hierbij moet wel worden bedacht dat veel van deze alternatieve indicatoren vooral zijn gebaseerd op gegevens over de industriële bedrijvigheid. De industrie is nu precies de zwakke plek in de economie. De officiële BBP-cijfers kunnen we natuurlijk niet negeren, maar in onze analyses betrekken we ook alternatieve indicatoren en de maandelijkse BBP-raming van Bloomberg. Gemeten over het eerste halfjaar van 2015 bedroeg de BBP-raming van Bloomberg gemiddeld 6,6%. Dit ligt iets, maar nou ook weer niet zo vreselijk veel, onder het officiële BBP-cijfer.

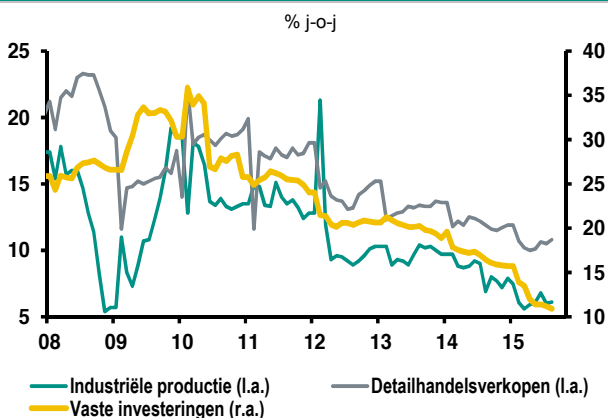
Eén ding blijft zeker: de Chinese statistieken moeten worden verbeterd. Recentelijk kondigde het Nationaal Bureau voor de Statistiek aan dat China de BBP-groei per kwartaal voortaan gaat berekenen op basis van gegevens voor alleen het betreffende kwartaal (in plaats van cumulatieve gegevens) om zo de kortetermijn-fluctuaties nauwkeuriger te kunnen meten. Hiermee komt China een stap dichterbij de invoering van de *Special Data Dissemination Standards* van het IMF, een wereldwijde standaard voor macro-economische statistieken.

Officiële BBP-groei en raming Bloomberg

Bronnen: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

9. Hoe presteert de Chinese economie op dit moment?

De groeivertraging van de economie houdt aan, dankzij een duidelijke afzwakking van de investeringen en de bouwactiviteit begin dit jaar. De overcapaciteit in industrie en vastgoed zal de groei nog wel enige tijd blijven remmen. De consumptie en de dienstensector hebben zich beter kunnen handhaven, al heeft de beurscorrectie zijn sporen nagelaten en zal hierdoor de bijdrage van financiële diensten aan de groei afnemen. In zijn totaliteit kende de economie een zwak begin van het jaar om vervolgens in mei en juni te stabiliseren. In de laatste paar maanden werden echter weer tekenen van verzwakking zichtbaar. De regering neemt ondertussen wel stimulerende maatregelen om te zorgen dat de vertraging een geleidelijk verloop blijft houden. Zo stegen de overheidsuitgaven sterk in juli en augustus.

Geleidelijke groeivertraging houdt aan

Bron: Thomson Reuters Datastream.

De recent gepubliceerde cijfers over augustus schetsten een nogal gemengd beeld. De groei van de investeringen in vaste activa bereikte op 10,9% j-o-j (juli: 11,2%) het laagste niveau in 15 jaar. De industriële productie versnelde slechts marginaal

naar 6,1% j-o-j (juli: 6,0%). De detailhandelsverkopen stegen echter in het hoogste tempo in zeven maanden, namelijk met 10,8% j-o-j (juli: 10,5%). In zijn totaliteit lijkt de groei in augustus enigszins te zijn gestabiliseerd: de maandelijkse BBP-raming van Bloomberg is met 6,6% j-o-j gelijk aan juli.

10. Waarom verlagen we onze groeiraming voor 2016?

Op basis van de economische, beleidsmatige en structurele ontwikkelingen hebben wij onze groeiraming voor 2016 verlaagd van 7,0% naar 6,5%. Inzetten op een groei van 7% volgend jaar zou volgens ons te ambitieus en te duur worden, terwijl de relatieve kracht van de arbeidsmarkt doet vermoeden dat China ook goed uit de voeten kan met een groei van 6,5%. Al met al blijft ons basisscenario uitgaan van een geleidelijke groeivertraging in China.

Hoofdicatoren economie China

	2012	2013	2014	2015e	2016e
BBP (% j-o-j)	7.7	7.7	7.3	7.0	6.5
Inflatie (% j-o-j)	2.6	2.6	2.0	1.5	2.0
Overheidssaldo (% BBP)	-1.6	-1.9	-2.0	-2.5	-3.0
Overheidsschuld (% BBP)	14.5	14.7	14.9	16.9	19.0
Lopende rekening (% BBP)	2.5	1.9	2.0	2.5	2.5
Investeringsquote (% BBP)	44	45	44	42	42
Savingsquote (% BBP)	49.0	48.4	47.9	46.9	45.7
USD/CNH (ultimo)	6.29	6.10	6.20	6.6	6.8
EUR/CNH (ultimo)	8.16	8.40	7.51	6.6	7.4

Groei, inflatie, overheidssaldo en lop. rekening voor 2015 en 2016 zijn afgerond.

Bron: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

Lees meer van het Economisch Bureau op: insights.abnamro.nl/category/economie/

Volg het Economisch Bureau op Twitter: <https://twitter.com/abnamroeconomen>

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, groepsmaatschappijen 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 de 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