

14 juni 2017

Inzichten uit Shanghai

Arjen van Dijkhuizen

Senior Econoom

Tel: 020 628 8052

arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com

- **Shanghai trip: geen grote veranderingen in visie, wel nieuwe inzichten**
- **Groei hervat geleidelijke vertraging, harde landing niet waarschijnlijk**
- **... ondanks aantal majeure risico's, ook geïllustreerd met downgrade Moody's**
- **Deviezenreserves herstellen verder dankzij kapitaalcontroles en sterke yuan**
- **MSCI-besluit op 20 juni over 'A Shares' kan belangrijke mijlpaal zijn**
- **Groei invoer en uitvoer in mei overtreft marktverwachtingen**
- **'Yin yang' aanpak van gerichte verkrapping en waarborgen liquiditeit zet door**

Tokyo/Shanghai trip: geen grote veranderingen in visie, wel nieuwe inzichten

Onlangs nam ik samen met een aantal andere professionals uit de Nederlandse financiële sector deel aan een studiereis naar Tokyo en Shanghai. In Tokyo bezochten we het IMF, de Nederlandse ambassade en een aantal Japanse en buitenlandse instellingen. In Shanghai bezochten we Bloomberg, Moody's, MSCI en andere vertegenwoordigers van de publieke en private sector, zowel Chinese als buitenlandse instellingen. De bevindingen van deze reis leiden niet tot grote veranderingen in onze economische visie, maar hebben wel wat nuances en nieuwe inzichten opgeleverd. Zo werd het beeld bevestigd dat China in sommige opzichten vergelijkbaar is met Japan dertig jaar geleden (schuldopbouw, verslechtering kwaliteit leenportefeuilles banken, noodzaak tot hervorming staatsbedrijven). Echter, het BBP per hoofd van China nu is veel lager, de private sector veel dynamischer en de innovatiekracht sterker dan het Japan van eind jaren '80. Daarnaast heeft China nog een behoorlijk gesloten kapitaalrekening en geen vrij zwevende wisselkoers. Wel zet als gevolg van het eenkindbeleid uit het verleden de vergrijzing in China in een eerdere fase van ontwikkeling en sneller in dan in Japan (een interessant onderwerp voor toekomstig thematisch onderzoek). In de rest van dit rapport wordt hier en daar verwezen naar de in Shanghai verworven inzichten.

China-risico's bevestigd door downgrade Moody's, harde landing niet waarschijnlijk

In ons basisscenario veronderstellen wij dat de Chinese economie weer geleidelijk gaat afkoelen, waarbij Beijing in staat en gecommitteerd blijft om een harde landing te voorkomen. Deze visie werd bevestigd in Shanghai. Natuurlijk wordt China geconfronteerd met een aantal neerwaartse risico's. Dat werd eveneens bevestigd door het besluit van Moody's op 24 mei om China af te waarderen van Aa3 naar A1 (daarbij werd de *rating outlook* aangepast van negatief in stabiel). Moody's heeft nu een vergelijkbare rating als Fitch en is één stapje conservatiever dan S&P, dat nog een negatieve *outlook* heeft. Zoals Moody's in Shanghai toelichtte, houdt de afwaardering

verband met toegenomen zorgen over de kredietstatus van China op de middellange termijn. De gezondheid van de overheids-financiën zal geleidelijk afnemen, omdat stimulus via de begroting herhaaldelijk wordt ingezet om het gat te dichten tussen afnemende potentiële groei en de groei-doelstelling die Beijing hanteert. Ondertussen nemen de schaduwverplichtingen van de overheid toe als gevolg van de schuldoopbouw bij lagere overheden en staatsbedrijven. Aan de andere kant is China's afhankelijkheid van externe financiering laag, zijn de spaarquotes erg hoog en is de kapitaalrekening gesloten, terwijl de overheid maatregelen neemt om de schuldenlast voor lokale overheden en staatsbedrijven te verlichten. Daarom denkt Moody's dat ondanks de genoemde risico's een systeemcrisis in het bankwezen en/of een harde landing in de komende twee à drie jaar niet erg waarschijnlijk is.

Deviezenreserves tonen verder herstel dankzij kapitaalrestricties en sterkere yuan

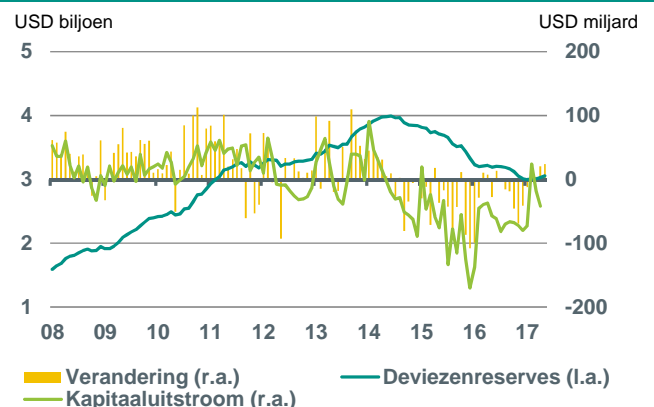
In de afgelopen jaren is het streven van Beijing naar het handhaven van macro-economische en financiële stabiliteit moeilijker geworden door de toename van de netto-kapitaaluitstroom en een daling van de Chinese deviezenreserves (deze namen met circa 25% af sinds de piek in juni 2014, tot ongeveer USD 3 biljoen). De autoriteiten hebben hierop eind 2016 gereageerd met een aanscherping van de kapitaalcontroles. Daarmee werd het voor personen en bedrijven moeilijk zo niet onmogelijk om vreemde valuta naar het buitenland te transfereren (de gevolgen hiervan werden door verschillende instellingen die we in Shanghai bezochten genoemd). Omdat verwachtingen omtrent een yuandepreciatie een belangrijke aanjager blijkt van kapitaaluitstroom, heeft de centrale bank bovendien maatregelen genomen om de yuan te ondersteunen. Zo werden de geldmarktrentes omhoog gestuwd en is recentelijk de methodiek voor het vaststellen van de dagelijkse spilkoers aangepast door een zogenoemde 'anticyclische factor' toe te voegen. Deze maatregelen hebben bijgedragen aan een appreciatie van de yuan ten opzichte van de dollar (de timing van de laatste maatregelen had alles te maken met de verwachte renteverhoging door de Fed in juni) en aan het afzakken van de kapitaaluitvoer. Dat blijkt ook uit het feit dat de deviezenreserves in mei voor de vierde opeenvolgende maand een toename lieten zien.

Yuan profiteert van aanpassing vaststelling spilkoers



Bron: Thomson Reuters Datastream

Deviezenreserves stijgen in mei, voor vierde maand op rij



Bron: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

MSCI-besluit op 20 juni over 'A Shares' kan belangrijke mijlpaal zijn

Maatregelen die zijn genomen ter bevordering van de kapitaalinvloer (zoals het openen van *onshore* valutaderivatemarkten en de interbancaire obligatiemarkt), en de

geleidelijke introductie van China in wereldwijde obligatie- en aandelenbenchmarks helpen ook om de netto-kapitaaluitstroom in de hand te houden. Volgende week is belangrijk in dat opzicht. In Shanghai bevestigde MSCI dat op 20 juni wordt besloten of Chinese *A Shares* voor het eerst worden opgenomen in de aandelenbenchmark. MSCI legde uit dat de criteria voor de opname van *A Shares* zijn veranderd en dat de lijst van mogelijk op te nemen aandelen sterk is ingekort. Daarmee lijkt de kans toegenomen dat MSCI in tegenstelling tot eerdere jaren nu wel positief zal besluiten, al is het pleit nog niet beslecht. Hoewel het aandeel van de *A Shares* in de index aanvankelijk klein zal zijn, zou opname ervan een belangrijke symbolische stap zijn en waarschijnlijk de buitenlandse vraag naar Chinese aandelen behoorlijk aanjagen.

Beijing's intensivering van gerichte verkrapping ...

Nu de economische groei in het eerste kwartaal sterker was dan verwacht, heeft Beijing het beleid van gerichte verkrapping geïntensiveerd. Dat beleid is gericht op het voorkomen van zeepbellen en het beperken van financiële risico's, door het verminderen van risicovolle schuldopbouw en schaduwbankieren en door het afkoelen van de totale kredietverlening. Zo verhoogde de centrale bank begin dit jaar de rentes voor de openmarktoperaties en de korte- en middellange leenfaciliteiten met 10-35 basispunten. Daarmee werden de interbancaire rentes omhoog gestuwd. De autoriteiten scherpten ook de regelgeving aan met betrekking tot schaduwbankieren inclusief zogenoemde *wealth management products* (WMP's), de financiering van lagere overheden en het aankopen en de financiering van woningen. Die maatregelen hebben inmiddels geleid tot een groeivertraging van schaduwbankieren en WMP's, tot een afkoeling van de totale kredietverlening en tot een algehele stijging van hypotheekrentetarieven. Al met al begon de stimulans vanuit de kredietverlening op de economie, zoals berekend door Bloomberg, sinds medio 2016 af te nemen en is deze in maart en april zelfs negatief geworden (voor het eerst sinds augustus 2015).

Impuls kredietverlening ebt weg

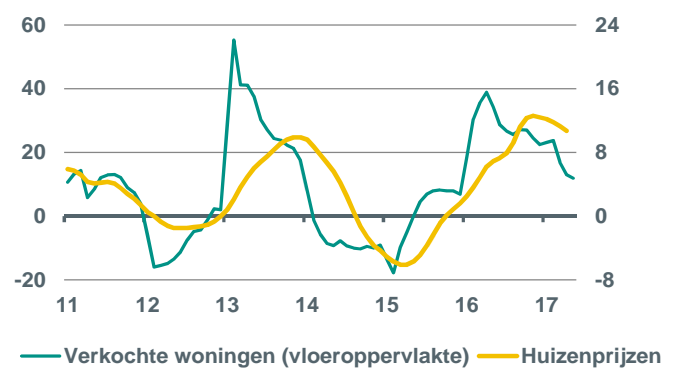
Bloomberg credit impulse indicator#



Bron: Bloomberg
#12-month flow of total social finance (net of equity issuance) plus local government bond financing divided by four quarter rolling sum of nominal GDP

Activiteit vastgoedsector koelt af

% j-o-j



Bron: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

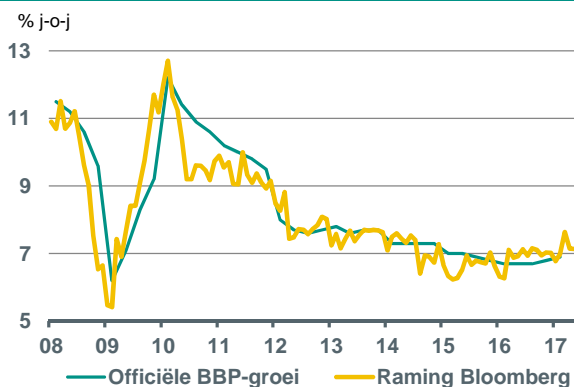
... leidt tot geleidelijke vertraging (geen ineenstorting) van economische activiteit

Deze gerichte verkrapping begint tot op zekere hoogte door te werken op de reële economie. Dat wordt geïllustreerd door de data over het tweede kwartaal die tot dusverre zijn gepubliceerd. De inkoopmanagersindex (PMI) voor de verwerkende industrie van Caixin daalde verder tot 49,6 in mei (de eerste maal sinds juni 2016 dat deze uitkwam

onder het neutrale niveau van 50). Daarnaast vertraagde de investeringsgroei naar 8,6% j-o-j (april: 8,9%), als gevolg van de zwakkere groei van investeringen in infrastructuur en vastgoed. De groeivertraging van de vastgoedsector heeft zich recentelijk wat sterker doorgezet (vastgoed levert een belangrijke bijdrage aan de binnenlandse bestedingen). Verder is de autoproductie en –verkoop ook afgekoeld ten opzichte van eind 2016 (dat heeft overigens sterk te maken met het aflopen van een gunstige belastingregel).

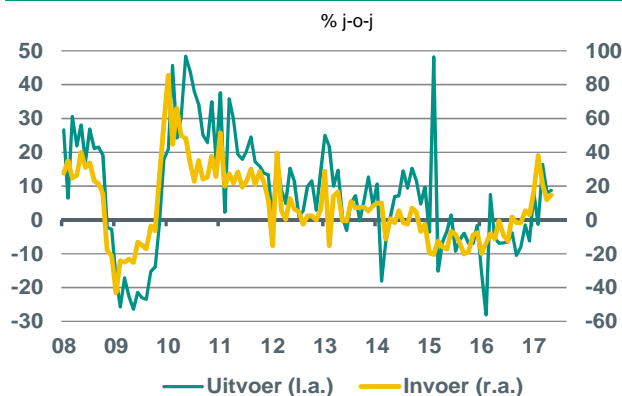
Overigens waren de data voor mei over het algemeen helemaal niet zo slecht vergeleken met de voorafgaande maand en in sommige opzichten beter dan de marktverwachting. De 'officiële' PMI (NBS) was stabiel op 51,2, terwijl de PMI's voor de dienstensector van NBS en Caixin een flinke verbetering lieten zien. Bovendien bleef de groei van de detailhandelsverkoop (10,7% j-o-j) en de industriële productie (6,5% j-o-j) op hetzelfde niveau als in april. De groei van de invoer en de uitvoer kwam hoger uit dan markten hadden verwacht (zie hierna). Dit beeld blijkt ook uit de maandelijkse BBP-raming van Bloomberg, die in mei nagenoeg onveranderd bleef ten opzichte van april (circa 7,15%). Al met al denken we nog steeds dat de economische groei heeft gepiekt in het eerste kwartaal en vanaf het tweede kwartaal weer een geleidelijke groeivertraging laat zien. Een harde landing ligt zoals gezegd niet in de lijn der verwachtingen.

BBP-raming Bloomberg stabiel in mei t.o.v. april



Bron: Bloomberg

Groei invoer en uitvoer in mei overtreft marktverwachting



Bron: Thomson Reuters Datastream

Groei invoer en uitvoer in mei hoger dan marktverwachting

De groei van de Chinese invoer is aan het vertragen ten opzichte van begin 2017. Die vertraging is overeenkomstig onze verwachtingen en weerspiegelt ten dele sterke basis-effecten en een normale cyclische correctie na een zeer sterk eerste kwartaal. Met 14,8% j-o-j in mei (boven de marktverwachting) is de invoergroei nog altijd op een hoog niveau, zeker vergeleken met de gemiddelde maandelijkse krimp van 5,6% gedurende 2016. Omdat we een afkoeling van de binnenlandse vraag verwachten, gaan we er (mede rekening houdend met basis-effecten) vanuit dat de invoergroei dit jaar sterker afzwakt dan de reële BBP-groei. Ook de groei van de uitvoer kwam in mei met 8,7% j-o-j hoger uit dan verwacht. Vorig jaar kromp de uitvoer gemiddeld nog met 7,6% j-o-j per maand. De verbetering van de uitvoerprestatie houdt verband met het aantrekken van de mondiale groei en de wereldhandel, alsmede met de vertraagd doorwerkende effecten van een meer concurrerende koers van de yuan. We verwachten op de korte termijn geen schadelijke handelsoorlog tussen China en de VS, omdat de regering-Trump China nodig heeft bij het beteugelen van Noord-Korea en China vooralsnog niet als "wisselkoers-

manipulator” heeft bestempeld. De bilaterale verstandhouding tussen de twee grootmachten is verbeterd sinds de ontmoeting tussen Trump en Xi Jinping in april, welke onder meer heeft geresulteerd in een ‘100-dagen actieplan’ voor de onderlinge handel.

Beijing gaat door met waarborgen liquiditeit, tolereert geen majeure instabiliteit

De scherpe afkoeling van voedselprijzen (er was zelfs sprake van deflatie in de afgelopen maanden) heeft geleid tot een aanzienlijke daling van de CPI-inflatie begin 2017. Nu de voedselprijzen wat herstel tonen, is de CPI-inflatie teruggeveerd naar 1,5% j-o-j in mei (ten opzichte van het dieptepunt van 0,8% in februari). De producentenprijsinflatie daalde naar 5,5% j-o-j in mei (april: 6,4%) en neemt naar verwachting verder af in de loop van dit jaar omdat sterke basiseffecten verwateren. We verwachten dat de CPI-inflatie dit jaar toeneemt naar gemiddeld 2% en daarmee duidelijk onder het plafond van de doelzone van de centrale bank (3%) blijft. Met dat gematigde inflatiebeeld in het achterhoofd verwachten we dat de centrale bank het belangrijkste rentetarief dit jaar ongewijzigd laat op 4,35% (ook om het risico van hogere rentestanden voor zwaar verschuldigde staatsbedrijven en lagere overheden te verkleinen). Ondanks de gerichte verkrappingsmaatregelen, verwachten we niet dat de monetaire teugels op een agressieve wijze worden aangetrokken. Recent is opnieuw gebleken dat de centrale bank zich blijft inspinnen voor het waarborgen van liquiditeit op de interbancaire markten door gebruik te maken van haar leenfaciliteiten. Al met al blijft de Chinese overheid in sterke mate op stabiliteit geïntereerd. In dit politiek belangrijke jaar (waarin veel wijzigingen op de rol staan voor het *Politburo Standing Committee*), zal de tolerantie voor instabiliteit laag blijven. We denken dan ook dat Beijing de ‘yin yang’ beleidsmix van gerichte verkrapping en het tegelijkertijd waarborgen van liquiditeit zal voortzetten.

Hoofdicatoren economie China

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
BBP (% j-o-j)	7.3	6.9	6.7	6.5	6.0
Inflatie (% j-o-j)	2.1	1.5	2.0	2.0	2.5
Overheidssaldo (% BBP)	-1.8	-3.4	-4.0	-4.0	-4.0
Overheidsschuld (% BBP)	14.8	15.2	15.9	18.6	22.1
Lopende rekening (% BBP)	2.6	2.9	1.5	2.0	2.0
Investeringsquote (% BBP)	45	43	42	42	40
Spaarquote (% BBP)	49.4	47.7	45.2	44.7	43.2
USD/CNH (ultimo)	6.12	6.49	6.95	7.0	7.1
EUR/CNH (ultimo)	7.40	7.05	7.33	8.1	8.5

Groei, inflatie, overheidssaldo en lop. rekening voor 2017 en 2018 zijn afgerond.

Bron: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

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