

China Focus

Economisch Bureau
EM & Commodities

20 oktober 2017

Groei solide ondanks lichte vertraging

Arjen van Dijkhuizen

Senior econoom

Tel: 020 628 8052

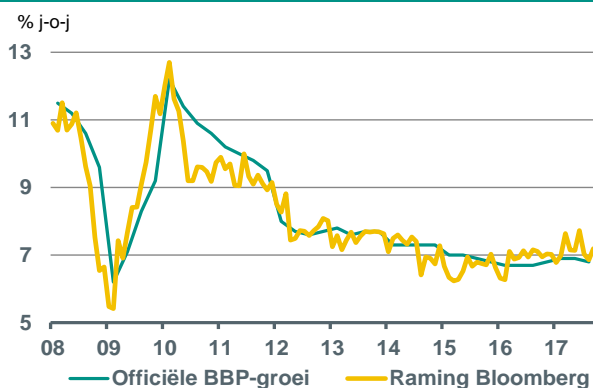
arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com

- Groei daalt licht in derde kwartaal, tot 6,8% j-o-j, maar blijft ruim boven norm
- Macrodata over september verbeteren iets ten opzichte van augustus
- Partijcongres wijst vooralsnog niet op forse koerswijzigingen
- VS laat positievere geluiden horen over China's wisselkoersbeleid
- Dit onderstreept verstandig beleid Beijing inzake wisselkoers, kapitaalrekening
- Invoer en uitvoer laten opnieuw groeiversnelling zien
- Risico's door hoge schuld blijven, maar we verwachten geen harde landing

Economische groei is licht vertraagd in derde kwartaal ...

Ten tijde van het negentiende congres van de Chinese communistische partij in Beijing is het groeicijfer van de Chinese economie over het derde kwartaal gepubliceerd. Deze kwam met 6,8% j-o-j precies uit op wat de markten (inclusief zichzelf) hadden verwacht. Dat verhoudt zich tot een groei van 6,9% in de eerste helft van dit jaar. Deze ontwikkelingen sluiten aan bij onze visie dat de economische groei heeft gepiekt in het eerste half jaar. Kijken we naar de samenstelling van de groei, dan kunnen we constateren dat de geleidelijke transitie naar een groeimodel waarin de particuliere consumptie een grotere rol speelt doorzet. De consumptie was in het derde kwartaal de belangrijkste aanjager van de economische groei, met 4,5 %-punt.

Geleidelijke groeivertraging hervat in derde kwartaal ...



Bron: Bloomberg

... hoewel macrocijfers september wat verbeteren



Bron: Thomson Reuters Datastream

... hoewel macrocijfers over september juist verbeterden ten opzichte van augustus

Ondanks de opgetreden geleidelijke groeivertraging in het derde kwartaal, waren de macrocijfers over september juist over het algemeen iets beter vergeleken met augustus.

De groei van de industriële productie versnelde naar 6,6% j-o-j (augustus: 6,0%). Ook de detailhandelsverkoop stegen iets sneller, naar 10,3% j-o-j (augustus: 10,1%).

Daarentegen daalde de investeringsgroei juist, tot het laatste punt in achttien jaar (7,5% j-o-j in januari-september). De groei van de private investeringen koelde af tot 6% in deze periode, terwijl de investeringen door staatsbedrijven afnamen tot het laatste niveau sinds 2015 (11%). Eerder deze maand lieten de inkoopmanagersindices (PMI's) een gemengd beeld zien. De officiële indices voor de verwerkende industrie en de dienstensector verbeterden, terwijl de PMI's gepubliceerd door Caixin/I.H.S. Markt juist verslechterden. Al met al was het macrobeeld over september iets gunstiger dan dat voor augustus. Dat kwam ook tot uiting in de maandelijkse BBP-groeiraming van Bloomberg. Deze veerde weer terug naar 7,2% j-o-j (augustus: 6,9%), hoewel deze daarmee wel duidelijk boven het piekniveau bleef (7,7%) dat in juni was bereikt.

Groei nog altijd solide en boven de doelstelling

Ondanks het wat betere macrobeeld in september ten opzichte van augustus, denken we dat de in het derde kwartaal hervatte geleidelijke vertraging van de BBP-groei zal doorzetten. We moeten daarbij wel opmerken dat de groei in het derde kwartaal met 6,8% j-o-j solide blijft. Bovendien blijft deze niet alleen boven de officiële norm van 6,5%, maar ligt deze ook boven het niveau dat analisten ongeveer een jaar geleden verwachtten. De Chinese economie heeft sinds eind 2016 aan kracht gewonnen, gestimuleerd door een krachtige binnenlandse vraag. Daarbij viel de tegenwind uit hoofde van de correctie van de vastgoedmarkten mee. Bovendien bleek de opleving van de buitenlandse vraag een belangrijke steun in de rug, die compensatie bood voor de effecten van de gerichte verkrappingsmaatregelen die Beijing heeft genomen. China heeft niet alleen zelf een bijdrage geleverd aan het herstel van de mondiale groei en de wereldhandel, maar heeft daarvan ook kunnen profiteren (zie verderop). Al met al verwachten we voor de komende kwartalen een geleidelijke groeivertraging, maar zeker geen scherpe groeidaling. We verwachten dat de groei voor geheel 2017 uitkomt op 6,8% en daarmee voor het eerst sinds 2010 op jaarbasis iets versnelt (2016: 6,7%). Voor 2018 verwachten we een geleidelijke afname, tot 6,5%.

Negentiende partijcongres gaat meer over de 'poppetjes' ...

Op woensdag 18 oktober startte het negentiende nationale congres van de Chinese communistische partij (CCP). Belangrijkste onderwerp van dit congres, dat eens in de vijf jaar plaatsvindt, is de samenstelling van het partijleiderschap. Denk aan de herbenoeming van president Xi Jinping en de samenstelling van bijvoorbeeld het belangrijkste beleidscomité: het *Politburo Standing Committee* (PSC). Van dat zevenkoppige comité zouden in beginsel vijf leden met pensioen gaan. De samenstelling van het 25-leden tellende Politburo en van het Centrale comité (dat momenteel 205 leden heeft en 171 plaatsvervangers) komt ook aan de orde. We verwachten dat het congres president Xi in staat zal stellen om zijn positie als centrale leider van de partij te bestendigen. Daarbij zal hij er voor zorgen dat hij bloedverwanten kan benoemen in het PSC en andere toplagen in de Chinese bureaucratie.

... dan over beleid, hoewel algehele contouren wel worden geschetst

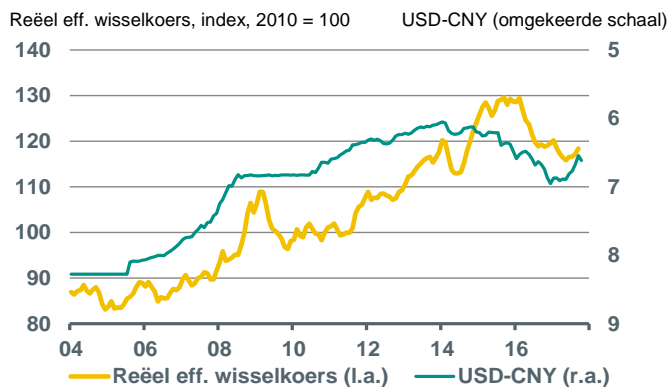
Hoewel dit partijcongres meer over de 'poppetjes' dan over het economische beleid gaat, worden enkele contouren wel geschetst. De openingstoespraak van president Xi bevestigt het beeld dat hij een stevige greep wil houden op het politieke systeem, waarbij China een

nieuwe fase van 'socialisme met Chinese karakteristieken' zal ingaan. Beijing zal doorgaan met het openstellen van bepaalde sectoren voor buitenlandse bedrijven, met het reduceren van systeemrisico's, het verdiepen van de hervorming van staatsbedrijven, het versterken van de regelgeving bestemd voor de financiële sector en het verbeteren van de samenhang tussen monetair en begrotingsbeleid. Nu de groei ruim boven het doel van 6,5% blijft, denken we dat Beijing het beleid van 'gerichte verkrapting' zal doorzetten. Daarbij verwachten we wat meer aandacht voor hervormingen van en schuldreductie bij staatsbedrijven en voor milieudoelstellingen. Meer details over het economische beleid zullen gegeven worden tijdens de *Economic Working Conference* die traditioneel in december wordt gehouden en tijdens het Nationaal Volkscongres in maart 2018 (als de economische doelstellingen voor 2018 bekend worden gemaakt).

VS positiever over Chinees wisselkoersbeleid, hoewel China op *watchlist* blijft

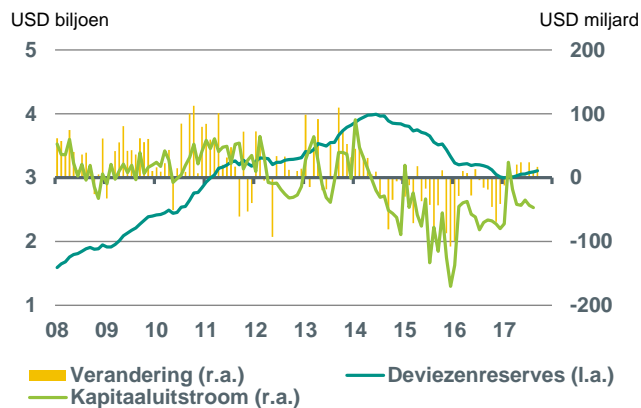
In het halfjaarlijkse rapport over het economische en wisselkoersbeleid dat deze week werd gepubliceerd concludeerde het Amerikaanse ministerie van Financiën opnieuw dat geen enkele handelspartner als valutamanipulator kan worden ingedeeld. Daarbij werden de geluiden over het Chinese wisselkoersbeleid wat positiever. China 'voldoet' niet aan het criterium dat er sprake moet zijn van aanhoudende, eenzijdige interventies om de munt te verzwakken. Maar omdat China wel aan de andere twee criteria voldoet die worden gebruikt om valutamanipulatoren te onderscheiden (bilateraal overschot met de VS > USD 20 mld, lopende-rekeningoverschot > 3% BBP) blijft het op de *watchlist* staan. Dat geldt overigens ook voor Japan, Zuid-Korea, Duitsland en Zwitserland. Taiwan is van deze lijst verdwenen.

Yuan sterker t.o.v. USD, maar zwakker in bredere zin



Bron: Thomson Reuters Datastream

Deviezenreserves laten nu al acht maanden stijging zien



Bron: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Het verstandige beheer van wisselkoers, kapitaalstromen en deviezenreserves

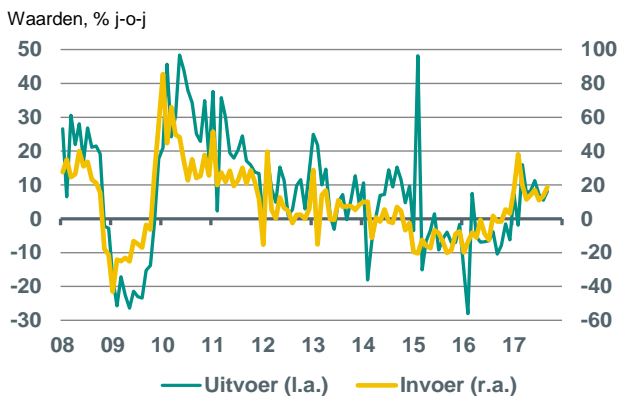
De opmerkingen vanuit de VS volgen op de appreciatie van de yuan versus de dollar van circa 5% dit jaar, hoewel Beijing onlangs maatregelen heeft genomen om deze stijging wat in te dammen. Overigens is de yuan in reëel effectieve termen sinds 2015 juist gedeprimeerd en dat is de concurrentiepositie van China ten goede gekomen. Wij denken dat Beijing het wisselkoersbeleid op een verstandige wijze heeft aangepast. Door toe te staan dat de yuan ten opzichte van de dollar is versterkt, is Beijing niet alleen Washington tegemoet gekomen. Ook heeft dat een belangrijke aanjager voor de kapitaaluitstroom weggenomen. In het verleden werd deze kapitaaluitstroom immers mede gevoed door verwachtingen van een yuandepreciatie, waardoor partijen dollarschulden eerder gingen

aflossen etcetera. Samen met de aanscherping van kapitaalrestricties eind 2016, heeft dit tot een structurele daling van de kapitaaluitvoer geleid. Dat zorgde, in combinatie met afgenomen valuta-interventies door de centrale bank, tot een herstel van de voorraad deviezenreserves (deze zijn nu al acht maanden op rij toegenomen). Al met al heeft Beijing aangetoond op deze terreinen 'in control' te blijven. We verwachten geen majeure liberalisatie van de kapitaalrekening in de komende jaren.

Groei invoer en uitvoer is opnieuw versneld

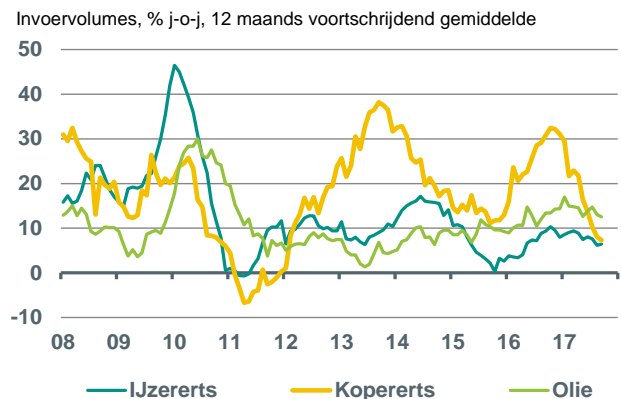
De opleving van de wereldhandel sinds eind 2016 heeft de Chinese economie een steun in de rug gegeven. Deze opleving is hand in hand gegaan met een versnelling van de mondiale groei, zie ook ons rapport [Wereldhandel herstelt ondanks "Trump-risico's"](#) dat onlangs is gepubliceerd. China is een belangrijke motor geweest achter dit herstel, maar profiteert er natuurlijk ook van. Mede ook dankzij het herstel van de concurrentiepositie, is het aantrekken van de buitenlandse vraag zichtbaar in een groeiversnelling van de Chinese uitvoer. De uitvoergroei kwam in de eerste negen maanden van dit jaar uit op gemiddeld 7,7% j-o-j, ten opzichte van een krimp van 7,5% in 2016 en 1% in 2015. In september nam de uitvoergroei toe tot 8,1% j-o-j (augustus: 5,5%). Het herstel van de Chinese invoer is nog indrukwekkender. Met een hernieuwde versnelling in augustus en september bedraagt de gemiddelde invoergroei dit jaar vooralsnog 18% j-o-j. In 2016 en 2015 was nog sprake van een gemiddelde krimp van 5,5% en 14%. We moeten hierbij wel opmerken dat prijseffecten een niet te onderschatten rol spelen in het herstel van de in- en uitvoer. Wanneer we naar de invoervolumes van grondstoffen kijken dan zien we dat de gemiddelde groei in het afgelopen jaar aan het afnemen is, ook al liet september juist weer een groeiversnelling zien.

Groei invoer en uitvoer is opnieuw versneld



Bron: Thomson Reuters Datastream

Invoer grondstoffen robuust, maar groei is afgenomen



Bron: Thomson Reuters Datastream

Tot slot: risico's blijven, harde landing in de komende jaren onwaarschijnlijk

Zeker nu de economische groei duidelijk boven de officiële doelstelling blijft, verwachten we dat Beijing doorgaat met het beleid van 'gerichte verkrapping'. De inzet van dat beleid is *financial deleveraging*. Daarmee wordt bedoeld dat het beleid gericht is op de meest risicovolle delen van het financiële systeem. Wat er niet mee wordt bedoeld is een agressieve vorm van verkrapping, die sterk negatief zou doorwerken op de kredietverlening aan de reële economie. We denken dus dat Beijing doorgaat met een consolidatie in Chinese stijl zonder teveel pijn te willen veroorzaken. Deze aanpak lijkt al wel enig succes te sorteren. De bedrijfsschuld/BBP-ratio is inmiddels gestabiliseerd, mede

dankzij een 'reflatie' die de nominale BBP-groei heeft ondersteund. Toch wordt verwacht dat de totale schuld van de BV China blijft toenemen. Dat heeft al tot een waarschuwing van het IMF en een afwaardering door kredietbeoordelaar S&P geleid. S&P heeft er wel bij vermeld geen harde landing te verwachten in de komende jaren en heeft zijn *rating outlook* herzien naar *Stable*. Wij denken er ook zo over. Hoewel de Chinese schuld een lange-termijnrisico vormt voor financiële stabiliteit en economische groei, kent het systeem aanzienlijk buffers en is de buitenlandse schuld laag. Al met al verwachten we geen systeemcrisis noch een harde landing binnen onze voorspelhorizon van twee jaar.

Hoofdindicatoren economie China

	2014	2015	2016	2017e	2018e
BBP (% j-o-j)	7.3	6.9	6.7	6.8	6.5
Inflatie (% j-o-j)	2.1	1.5	2.0	1.5	2.0
Overheidssaldo (% BBP)	-1.8	-3.4	-3.8	-4.0	-4.0
Overheidsschuld (% BBP)	14.8	15.2	16.1	18.6	21.7
Lopende rekening (% BBP)	2.2	2.7	1.7	1.5	1.5
Investeringsquote (% BBP)	45	43	43	43	42
Spaarquote (% BBP)	49.0	47.5	45.9	45.4	44.4
USD/CNH (ultimo)	6.12	6.49	6.95	6.6	6.8
EUR/CNH (ultimo)	7.40	7.05	7.33	7.9	8.8

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 stilzweigend, 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