

Vooruitzichten 2018

4 december 2017

Arjen van Dijkhuizen

Senior Economist

Tel: +31 20 628 8052

arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com

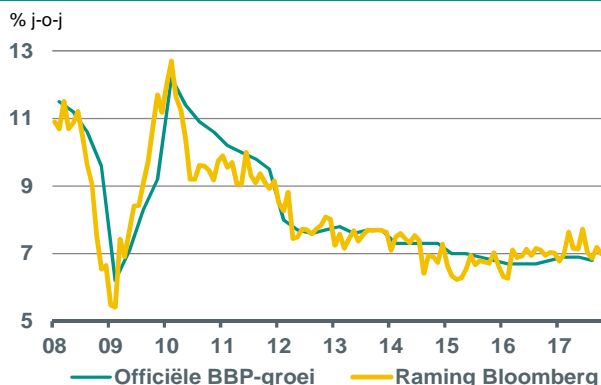
Zachte landing in 2018, risico's blijven

- Na een sterk 2017 weer geleidelijke groeivertraging verwacht in 2018-19 ...
- ... nu Beijing doorgaat met beleid van gerichte verkapping
- Ondanks risico's door schuld geen systeemcrisis op korte termijn verwacht
- Structurele transformatie zet door, opkomst van de 'nieuwe economie'
- Verwachte afkoeling invoergroei blijft binnen de perken in volumetermen
- Autoriteiten gaan verstandig om met de *Impossible Trinity*
- Risico's blijven: China zal markten ook in 2018 bezig houden

Terugblik 2017: economische groei komt hoger uit dan verwacht ...

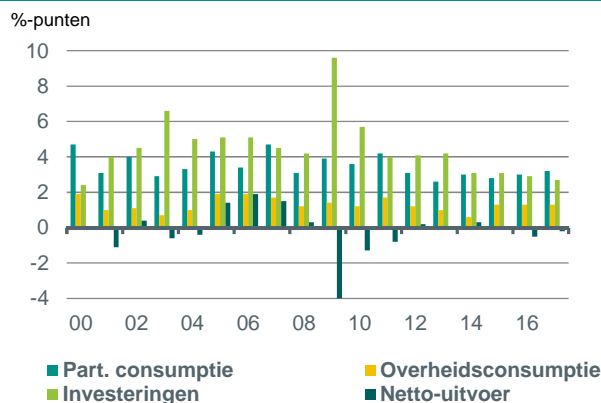
De (officiële) BBP-groei komt dit jaar hoger uit dan verwacht. Een jaar geleden was de algehele verwachting dat de Chinese economie in 2017 met zo'n 6,5% zou groeien. En 'ongeveer 6,5%' bleek ook de groeidoelstelling die tijdens het Nationale Volkscongres in maart werd vastgesteld. In werkelijkheid kwam de officiële groei echter uit op 6,9% j-o-j in de eerste twee kwartalen, waarna in het derde kwartaal een lichte vertraging naar 6,8% volgde. We gaan er van uit dat de groei op jaarbasis 6,8% zal bedragen. Het is de eerste keer sinds 2010 dat de groei op jaarbasis toeneemt (2016: 6.7%). Ook alternatieve groeiramingen, die wat meer schommelingen laten zien dan de officiële cijfers, tonen een acceleratie sinds medio 2016 die is doorgezet in de eerste helft van 2017.

Economische groei gaat weer geleidelijk vertragen



Bron: Bloomberg

Consumptie belangrijkste pijler van de groei



Bron: EIU

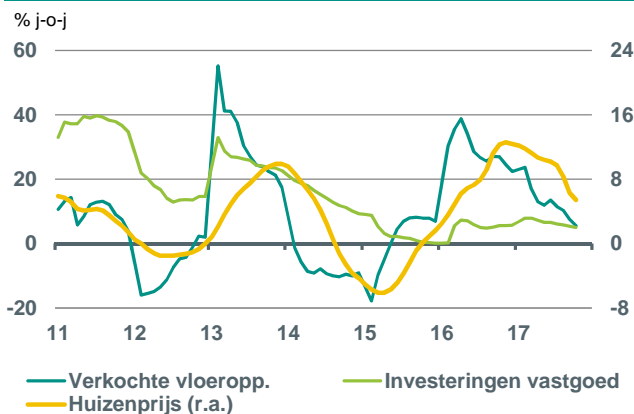
... dankzij stevige binnenlandse vraag en opleving vraag vanuit het buitenland
 Het aantrekken van de economie is gestimuleerd door een stevige binnenlandse vraag

en een opleving van de vraag vanuit het buitenland. De consumptie blijft de belangrijkste aanjager van de groei (het consumentenvertrouwen bereikte in oktober het hoogste niveau in 24 jaar). De vastgoedsector bleef het aanvankelijk ook beter doen dan verwacht. Ondertussen profiteert de industrie van verbeterde marges dankzij het herstel van grondstofprijzen. Dit helpt (staats)bedrijven hun schuldenlast te beheren. Ten slotte was een breed herstel van de uitvoer (zowel naar industrielanden als naar opkomende landen) een flinke wind in de rug. China heeft niet alleen bijgedragen aan de opleving van de wereldeconomie en de wereldhandel, maar profiteert er ook van. Deze factoren zorgden al met al voor compensatie voor de negatieve effecten van het voortdurende beleid van gerichte verkrapping op de economische groei.

Toch is de geleidelijke groeivertraging sinds het derde kwartaal hervat ...

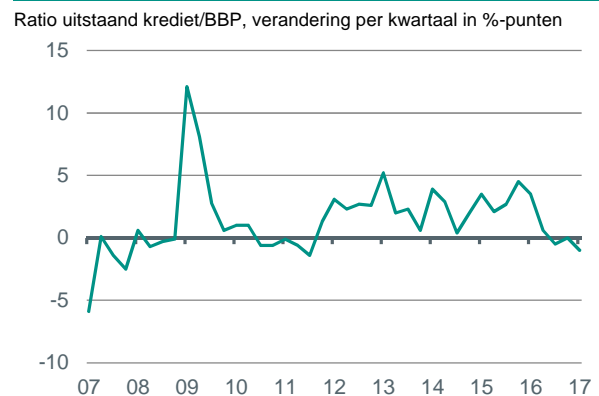
Sinds 2012 volgt China's officiële groeicijfer grosso modo het pad van een geleidelijke groeivertraging, hoewel er wel wat schommelingen rond deze 'trend' zichtbaar zijn. Na een groeiversnelling eind 2016 en in de eerste helft van 2017, is de officiële groei vanaf het derde kwartaal weer licht afgenomen. Dat komt door een aantal factoren. Ten eerste laten cijfers over verkopen en investeringen, bouwactiviteiten en prijzen zien dat de correctie in de onroerendgoedsector sterkere vormen aanneemt. Dat is ook niet verwonderlijk, omdat steeds meer lokale autoriteiten de regels voor wonen en financieren hebben aangescherpt. In bijna de helft van de vijftig grootste *tier-3* steden – waar de huizenprijzen dit jaar het sterkst gestegen zijn – zijn inmiddels de regels verscherpt. Ten tweede is er over de hele linie sprake van een afname van de kredietimpuls, nu het beleid van gerichte verkrapping en reductie van risicovolle schuldvormen doorzet.

Sterkere signalen correctie vastgoedsector



Bron Thomson Reuters Datastream

Schuldpositie bedrijven is gestabiliseerd ...



Bron: Thomson Reuters Datastream

... en we verwachten dat deze doorzet in 2018 en 2019

Hoewel de economie nu een steviger fundament heeft, verwachten we dat de groei in 2018 (en 2019) weer geleidelijk vertraagt. Waarschijnlijk tolereert Beijing wat lagere groei, zo lang deze maar van een betere kwaliteit is. Tijdens het negentiende congres van de communistische partij in oktober werd meer nadruk gelegd op zaken als kwaliteit van de groei, eerlijke verdeling en milieu. De tegenwind als gevolg van de gerichte verkrapping zal aanhouden en de correctie van de vastgoedmarkten zal nog wel een tijdje doorwerken. Ook zullen strengere milieumaatregelen – zoals bijvoorbeeld de campagne in de staalproducerende, noordelijke regio Hebei – effect sorteren. Al met al verwachten we dat de groei afneemt van 6,8% in 2017 naar 6,5% in 2018. We denken dat alternatieve

groeiramingen volgend jaar ook een geleidelijke vertraging laten zien. Voor 2019 verwachten we een verdere afname van de groei, naar ongeveer 6,0%.

Het beleid van gerichte verkrapping (en schuldreductie) werkt vooralsnog ...

Nu de economische groei nog ruim boven de doelstelling blijft, verwachten we dat de overheid het beleid van gerichte verkrapping (*targeted tightening*) en gerichte schuldreductie (*financial deleveraging*) blijft volhouden. Dit beleid is er vooral op gericht om excessieve en risicovolle schuldposities in het financiële stelsel af te bouwen. Daarbij wordt de kredietverlening aan de reële economie zoveel mogelijk gespaard. Dat roept de vraag op of dit beleid werkt. Wij denken dat Beijing er vooralsnog inderdaad in is geslaagd om de meest risicovolle schuldposities in te dammen en de risico's voortvloeiend uit *off-balance-sheet* activiteiten inclusief schaduwbankieren te reduceren. Omdat gekozen is voor een gerichte benadering en niet voor een algehele agressieve monetaire verkrapping kon tegelijkertijd de economische groei op een zeer behoorlijk niveau blijven.

... maar het uitstaande krediet verbonden met de reële economie neemt verder toe

Keerzijde van deze aanpak is dat de totale schuld van de reële economie blijft toenemen. Omdat de kredietgroei de nominale BBP-groei blijft overtreffen, steeg de ratio uitstaand krediet/BBP naar een nieuw record van 258% per maart 2017. Dat is vergeleken met andere opkomende landen hoog. Toch is het verschil tussen de kredietgroei (neemt geleidelijk af) en de nominale BBP-groei (is fors toegenomen door inflatoire druk) in zes jaar niet zo gering geweest. Bovendien is de kredietverlening aan het bedrijfsleven afgekoeld. De ratio uitstaand krediet bedrijfsleven/BBP (circa 165%) is sinds medio 2016 gestabiliseerd. Daarentegen zijn de ratio's voor de sectoren gezinnen en overheid toegenomen (tot boven 45% BBP). Al met al blijft de totaal uitstaande hoeveelheid krediet verder stijgen (het IMF verwacht een toename tot 300% van het BBP in 2022). In samenhang met oplopende renstestanden leidt dat tot meer problemen voor bedrijven met een forse schuldenlast, tot een stijging van slechte leningen en tot meer wanbetalingen. De stijgende schuldenlast heeft dit jaar al tot afwaarderingen van China's kredietstatus geleid, al hebben de drie belangrijkste kredietbeoordelaars nu allen een 'stabiele outlook'.

Hoewel er dus meer nodig is, gaat ons basisscenario niet uit van harde landing

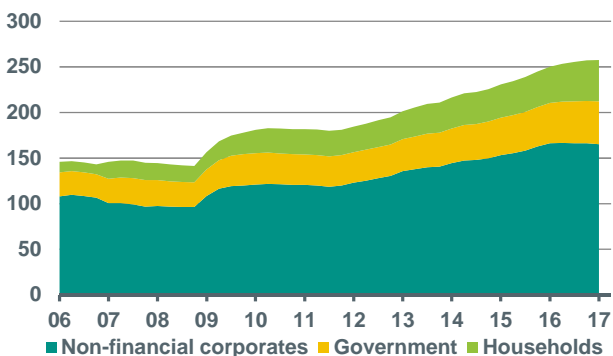
Om een te sterke stijging van de schuld te voorkomen is dus meer actie nodig. We denken dat Beijing meer aandacht gaat besteden aan de schuldreductie (en hervorming) van staatsbedrijven. Ook denken we dat de kredietgroei de komende jaren verder gaat afzwakken. De vraag blijft of Beijing erin zal slagen de schuldenberg te reduceren zonder een scherpe groeivertraging te veroorzaken. Niemand heeft volledige zekerheid over de toekomst. Toch gaan wij er in ons basisscenario van uit, dat in onze voorspelhorizon van twee jaar een verdere daling van de kredietgroei kan samengaan met een geleidelijke vertraging van de economische groei. Net als de kredietbeoordelaars verwachten wij op de korte termijn dus geen systeemcrisis of harde landing. Daarbij gaan we ervan uit dat Beijing stopt met het verkrappen van het beleid of zelfs extra stimuleert, mocht de groei te sterk afkoelen. Ook moet worden bedacht dat China's schuld vooral binnenlands van aard is en in yuan luidt. De buitenlandse schuld blijft relatief laag. Verder zijn de binnenlandse besparingen hoog, heeft China een overschot op de lopende rekening en nog altijd zeer hoge deviezenreserves. Dus: een crisis zal niet door externe crediteuren in gang worden gezet. De centrale overheid heeft dus tijd om te werken aan een orderlijke schuldreductie. Anders gezegd: de schuldenberg blijft een fors risico, maar vooral op de lange termijn.

Consolidatie vermogensbeheersector kan gunstig uitpakken voor bankwezen

Medio november presenteerden de autoriteiten nieuwe richtlijnen voor de vermogensbeheersector. Het idee is om deze sector onder één toezichtsregime te brengen, schaduwbankieren in te dammen en de sector minder complex en risicovol en transparanter te maken. De richtlijnen leiden tot flinke obstakels voor vermogensbeheerders, waaronder partijen die zogenoemde *wealth management products* uitgeven. Om te voorkomen dat deze nieuwe regelgeving tot teveel verstoring leidt, stellen de autoriteiten een coulanceperiode voor bestaande producten voor. We denken dat deze maatregelen bijdragen aan een verdere consolidatie van de *off-balance-sheet* segmenten van de Chinese financiële sector. Dat kan van tijd tot tijd tot marktonrust leiden, maar kan gunstig uitpakken voor de reguliere bankensector.

... maar totale schuld reële economie blijft toenemen

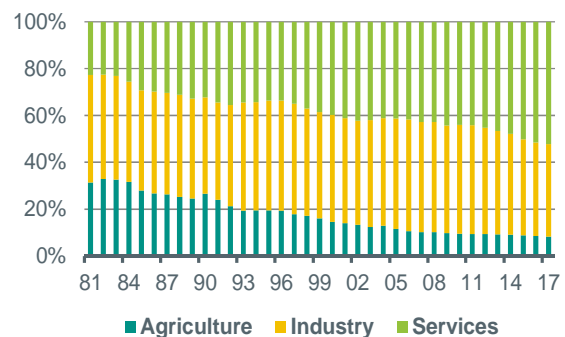
Uitstaande hoeveelheid krediet, in % BBP



Bron: Thomson Reuters Datastream.

Diensten al paar jaar de grootste sector

Bruto toegevoegde waarde, aandelen in %



Bron: EIU

Structurele transformatie is gaande, evenals opkomst nieuwe economie'

De noodzakelijke structurele transformatie van China gaat door, al is het geleidelijk. Aan de vraagzijde is de verschuiving van het groeimodel (van export/investeringen naar consumptie) gaande. Aan de aanbodzijde geldt dat ook voor de verschuiving van (zware) industrie naar *high-tech* en 'strategische, nieuwe' industrieën en naar diensten. De groei van de dienstensector blijft die van de industrie overtreffen. Sinds vijf jaar is de dienstensector de grootste. Om de lange-termijngroei te waarborgen moet China overcapaciteit reduceren en ruimte scheppen voor nieuwe, snelgroeiende sectoren. Volgens de autoriteiten zijn de geplande capaciteitsreducties voor kolen en staal voor 2017 ruim gehaald. Verder staat de sterke groei van online bestedingen en van de marktkapitalisatie van de technologiereuzen Alibaba, Baidu en Tencent symbool voor de opkomst van China's nieuwe economie. Dat geldt ook voor het toenemende BBP-aandeel van investeringen in onderzoek en ontwikkeling.

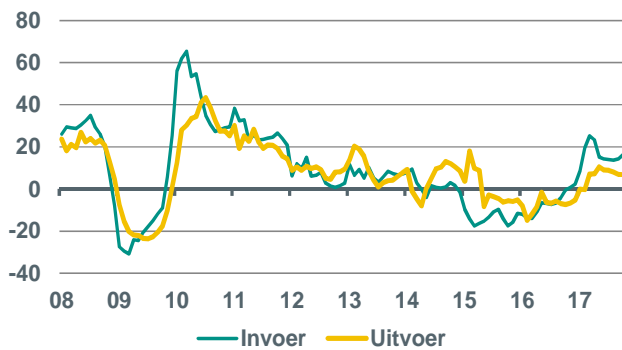
Verwachte vertraging invoergroei blijft binnen de perken in volumetermen

In waardetermen is de Chinese invoer in 2017 sterk gegroeid (meer dan 15% op jaarbasis), na in 2015-16 te zijn gekrompen. Dat herstel heeft niet alleen te maken met het aantrekken van de binnenlandse vraag, maar ook met de toename van de invoerprijzen (na een scherpe daling in afgelopen jaren). Verder speelt ook het herstel van de uitvoer een rol, omdat de status van China als 'mondiale fabriek' inhoudt dat een belangrijk deel van de invoer sterk uitvoer-afhankelijk is. Voor 2018 verwachten we dat de invoergroei gaat halveren, aansluitend bij onze verwachting van een geleidelijke groevertraging en

rekening houdend met basiseffecten. In volumetermen blijft de invoergroei naar verwachting echter binnen de perken. De onlangs aangekondigde reductie van invoertarieven helpt daar ook bij. We denken dat de uitvoergroei in 2018 ook wat afneemt, na het flinke herstel van 2017. We gaan ervan uit dat het risico van een majeure, schadelijke handelsoorlog tussen China en de VS – waar we in ons basisscenario nooit vanuit zijn gegaan – na het recente bezoek van president Trump aan China verder is afgenomen. Op lange termijn ondersteunt het *One Belt, One Road* initiatief de Chinese uitvoer en invoer.

Groei invoer en uitvoer neemt volgend jaar af

% j-o-j, drie maands voortschrijdend gemiddelde

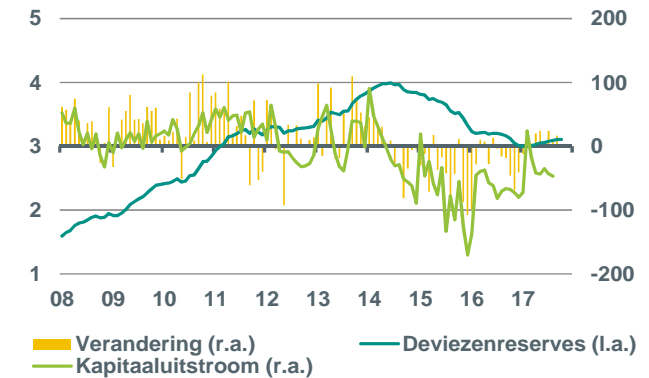


Bron: Thomson Reuters Datastream

Beijing gaat verstandig om met "Impossible Trinity"

USD biljoen

USD miljard



Bron: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Verstandig omgaan met *Impossible Trinity*; beperkte yuandepreciatie verwacht

In 2015-16 droegen onder andere onverwachte aanpassingen van de wisselkoers en toenemende kapitaaluitstroom bij aan de vrees voor een harde landing. Die vrees is afgenomen, mede omdat Beijing in onze ogen een steile leercurve laat zien. Door te tolereren dat de yuan is versterkt ten opzichte van de dollar (met zo'n 4,5% dit jaar), hebben de autoriteiten niet alleen punten gescoord in Washington. Dankzij deze strategie én de aanscherping van kapitaalrestricties kon de kapitaaluitstroom worden beteugeld en zijn de reserves nu al negen maanden op rij toegenomen. Al met al is onze verwachting uitgekomen dat Beijing *'in control'* is gebleven. We verwachten dat de overheid voorzichtig blijft omspringen met een verdere opening van de kapitaalrekening, omdat zij zich bewust is van de beperkingen conform de *Impossible Trinity*¹. Op het valutafront verwachten we een beperkte depreciatie van de yuan versus de dollar naar 6,65 per eind-2018. Dat is in lijn met onze bredere dollarvisie en weerspiegelt ook verschillen tussen China en de VS op het vlak van de groeidynamiek en het monetaire beleid.

Hogere inflatie en verkrappend beleid leiden tot verdere stijging kapitaalmarkrentes

We hebben onlangs onze inflatieraming voor 2018 verhoogd naar 2,5% (van 2,0%), omdat we ervan uitgaan dat de deflatie van voedselprijzen afzwakt. Daarbij is de producentenprijsinflatie weer opgelopen (naar bijna 7%) als gevolg van de ommekeer van grondstofprijzen. Ook de kerninflatie is sinds begin 2016 geleidelijk toegenomen, tot 2,3% j-o-j in de afgelopen maanden. Ondertussen hebben het beleid van gerichte verkrapping en toegenomen inflatieverwachtingen bijgedragen aan een stijging van de Chinese kapitaalmarkrentes. De tienjaarsrente is sinds begin 2017 met ongeveer 90 bp opgelopen en sinds september met ongeveer 30 bp. Uiteraard spelen ontwikkelingen op

¹ Volgens dit theorema kan een land niet tegelijkertijd een vaste wisselkoers, een volledig vrij kapitaalverkeer en een onafhankelijk monetair beleid nastreven.

de mondiale obligatiemarkten – in de aanloop naar de verwachte rentestijging door de Fed in december – hierbij ook een rol. Al met al leidt de stijgende marktrente tot extra druk bij bedrijven met een zware schuldenlast en kan deze negatief doorwerken op de kredietverlening. We gaan ervan uit dat de centrale bank de liquiditeit in het bankwezen blijft ondersteunen en het centrale beleidstarief op 4,35% houdt en dat de kredietgroei geleidelijk afzwakt.

Tenslotte: China blijft de markten van tijd tot tijd bezighouden in 2018 ...

Hoewel we verwachten dat de zachte landing doorgaat in 2018-19, zijn we zeker niet blind voor de macro-financiële en geopolitieke risico's rond China's transitie. Vanwege die risico's en China's rol in de wereldeconomie en de wereldhandel, is de kans groot dat de mondiale financiële markten af en toe beroerd zullen worden door ontwikkelingen in China. Dat kan ook gebeuren in een scenario met een geleidelijke groeivertraging.

... want de macro-financiële en geopolitieke risico's blijven

Hoewel we binnen onze voorspelhorizon van twee jaar dus geen systeemcrisis verwachten, houdt het belangrijkste risico in onze optiek verband met de stijging van China's schuldenberg in combinatie met toenemende marktrenten. De autoriteiten zullen waarschijnlijk ingrijpen als er serieuze systeemrisico's ontstaan, maar dan nog zijn er altijd implementatierisico's. Een wanordelijke schuldreductie heeft forse gevolgen voor de financiële stabiliteit en leidt tot een harde landing. Een ander risico ontstaat indien blijkt dat de autoriteiten achter de feiten aanlopen en abrupt scherper moeten afknijpen dan verwacht. Samenhangend met dat risico, kan een scherpe correctie in de vastgoedsector de binnenlandse vraag schaden. Dat zou dan op haar beurt de invoer treffen. Dat laatste kan overigens ook voortvloeien uit een onverwacht sterke afkoeling van de uitvoer, mogelijk verband houdend met oprukkend protectionisme vanuit bijvoorbeeld de VS. Andere externe risico's vloeien voort uit een mogelijk weer oplaaieren van de kapitaaluitvoer en een verkrapping van financiële condities. Dat hangt weer samen met eventuele (sterker dan verwachte) renteverhogingen door de Fed en verkrappingsen door andere centrale banken. Tenslotte moeten we zeker ook oog houden voor geopolitieke risico's die de economische vooruitzichten kunnen treffen. Denk aan de relatie China-VS, de situatie in Noord-Korea en de spanningen rond de Zuid-Chinese Zee.

Hoofdicatoren economie China

	2015	2016	2017e	2018e	2019e
BBP (% j-o-j)	6.9	6.7	6.8	6.5	6.0
Inflatie (% j-o-j)	1.5	2.0	1.5	2.5	2.5
Overheidssaldo (% BBP)	-3.4	-3.8	-4.0	-4.0	-4.0
Overheidsschuld (% BBP)	15.2	16.1	18.9	22.1	24.8
Lopende rekening (% BBP)	2.7	1.7	1.5	1.5	1.5
Investeringsquote (% BBP)	43	43	43	42	41
Spaarquote (% BBP)	47.5	45.9	45.1	44.3	43.2
USD/CNH (ultimo)	6.49	6.95	6.60	6.7	6.8
EUR/CNH (ultimo)	7.05	7.33	7.92	7.6	8.5

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

Bron: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

This document has been prepared by ABN AMRO. It is solely intended to provide financial and general information on economics. The information in this document is strictly proprietary and is being supplied to you solely for your information. It may not (in whole or in part) be reproduced, distributed or passed to a third party or used for any other purposes than stated above. This document is informative in nature and does not constitute an offer of securities to the public, nor a solicitation to make such an offer.

No reliance may be placed for any purposes whatsoever on the information, opinions, forecasts and assumptions contained in the document or on its completeness, accuracy or fairness. No representation or warranty, express or implied, is given by or on behalf of ABN AMRO, or any of its directors, officers, agents, affiliates, group companies, or employees as to the accuracy or completeness of the information contained in this document and no liability is accepted for any loss, arising, directly or indirectly, from any use of such information. The views and opinions expressed herein may be subject to change at any given time and ABN AMRO is under no obligation to update the information contained in this document after the date thereof.

Before investing in any product of ABN AMRO Bank N.V., you should obtain information on various financial and other risks and any possible restrictions that you and your investments activities may encounter under applicable laws and regulations. If, after reading this document, you consider investing in a product, you are advised to discuss such an investment with your relationship manager or personal advisor and check whether the relevant product—considering the risks involved—is appropriate within your investment activities. The value of your investments may fluctuate. Past performance is no guarantee for future returns. ABN AMRO reserves the right to make amendments to this material.

© Copyright 2017 ABN AMRO Bank N.V. and affiliated companies ("ABN AMRO").