

15 mei 2019

Oeps, nou doet-ie het weer!

 Arjen van Dijkhuizen
 Senior econoom
 Tel: 020 628 8052
arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com

- Spanningen tussen de VS en China laaien opnieuw op ...
- ... en dat heeft gevolgen voor de aandelenmarkt en de yuan
- Volledig stilvallen overleg niet waarschijnlijk, maar onzekerheid is troef
- Blijvende verhoging invoertarieven kan opnieuw tot forse tegenwind leiden
- Macrodata over april vallen tegen
- We verwachten dat de autoriteiten het beleid verder versoepelen
- Al met al nemen de neerwaartse risico's rond ons basisscenario toe

Spanningen tussen de VS en China laaien opnieuw op

Na maanden onderhandelen in vervolg op de wapenstilstand die Trump en Xi eind 2018 overeenkwamen, is het conflict tussen de VS en China onverwachts weer geëscaleerd. Per 10 mei verhoogde de VS het tarief over USD 200 mld aan invoer uit China (in werking sinds september 2018) van 10% naar 25%. Op 13 mei antwoordde China door het tarief over USD 60 mld aan invoer uit de VS te verhogen naar (maximaal) 25%. Op dezelfde dag kondigde de VS aan over alle invoer uit China een tarief van 25% te gaan heffen (dat betreft een uitbreiding van de lijst met circa USD 300 mld). Door de *timing* van deze maatregelen is er nog wel wat onderhandelingsruimte. Zo geldt de Amerikaanse tariefsverhoging over USD 200 mld niet voor goederen die de Chinese havens al verlaten hebben. De Chinese tariefsverhoging over USD 60 mld gaat pas op 1 juni in. En de Amerikaanse dreiging om de resterende Chinese invoer te belasten zal niet voor eind juni aan de orde zijn, dus na een mogelijk weerzien tussen Trump en Xi tijdens de G20-top in Osaka.

Aandelenmarkt China/Azië onderuit na oplaaien conflict

Indices, 1 jan. 2017 = 100



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Chinese yuan verzwakt en nadert 6,90

CNY per USD



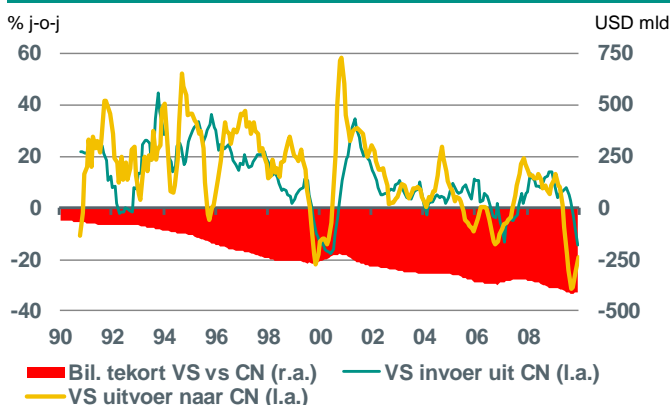
Bron: Thomson Reuters Datastream

Ondanks deze nuances qua timing reageerden de financiële markten scherp op de her-escalatie van het conflict, aangezien juist een overeenkomst tussen de VS en China was ingeprijsd. Zo gingen de Chinese en andere Aziatische aandelenmarkten flink onderuit. En de Chinese yuan is sinds 3 mei met ongeveer 2% verzwakt ten opzichte van de dollar en heeft het laagste niveau bereikt sinds december 2018.

Wat ging er mis?

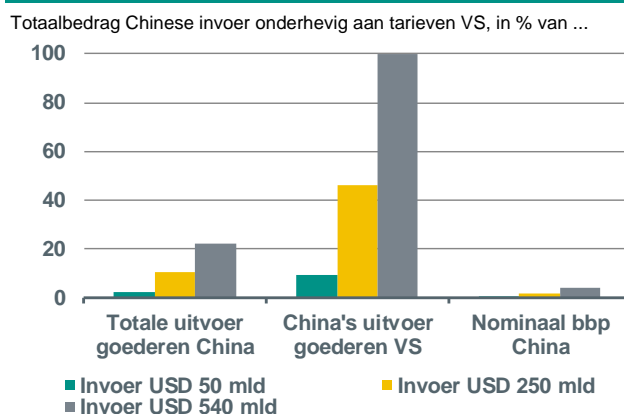
Waarom de onderhandelingen zijn mislukt en de VS toch is doorgegaan met het verhogen van invoertarieven is niet helemaal helder. Zoals te verwachten was, geven beide partijen elkaar de schuld. De VS beweert dat China terugkwam van eerder gedane beloften – vastgelegd in een 150 pagina's tellend rapport –, bijvoorbeeld ten aanzien van voorgenomen wetswijzingen. Ondertussen verwijt China de VS niet bereid te zijn de eerder ingevoerde tarieven te verlagen in ruil voor concessies. Bovendien vindt China dat de VS zich respectloos opstelt en aandringt op een onevenwichtig akkoord. In elk geval lijkt het vertrouwen tussen beide partijen te zijn aangetast en de stem van 'hardliners' meer gewicht te hebben gekregen. Verder hebben de economieën van beide landen het in het eerste kwartaal iets beter gedaan dan verwacht. Daarmee kan het politieke rekensommetje dat in Washington en Beijing wordt gemaakt zijn veranderd. Tenslotte bevestigt de heropleving van spanningen nog maar eens de sterk verschillende startposities tussen het model van marktkapitalisme (VS) en staatskapitalisme (China).

Bilateraal overschot China versus VS neemt niet meer toe



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Inzet wordt verhoogd, dus risico's nemen toe



Bron: Thomson Reuters Datastream, EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

Wat kunnen we verwachten?

Proberen te voorspellen hoe de onderhandelingen tussen de VS en China verder gaan is lastig. We hebben regelmatig verkondigd dat, ook als de VS en China een akkoord sluiten, spanningen tussen de beide landen blijven bestaan, zeker op technologievlak (de ontwikkelingen met Huawei/5G maken dat duidelijk). Strategische concurrentie tussen een gevestigde macht (VS) en een snel opkomende macht (China) is een natuurlijk gegeven. Toch zijn er bepaalde *checks and balances* die ervoor zouden moeten zorgen dat de situatie niet al te zeer escaleert. Sterke neerwaartse effecten op de Amerikaanse aandelenmarkt of de Amerikaanse economie (wij verwachten een groeivertraging in 2019-20) zijn niet welkom voor president Trump, die volgend jaar herkozen wil worden. En China wil geen langdurig economisch conflict met zijn belangrijkste handelspartner. Al met al achten we het onwaarschijnlijk dat de besprekingen tussen beide landen volledig stilvallen. Mogelijk wordt het overleg hervat in de aanloop naar de mogelijke ontmoeting

tussen Trump en Xi eind juni (er zou binnenkort een Amerikaanse delegatie naar China gaan, maar de precieze timing is nog niet bekend). Toch hebben we op dit vlak nu geen sterke *convictie*: de enige zekerheid die we hebben is dat de onzekerheid nog wel even blijft voortduren.

Mogelijke gevolgen van hogere invoertarieven voor de Chinese economie

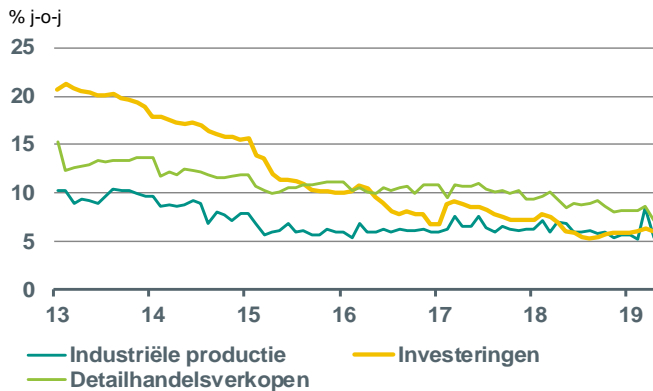
Vorig jaar had de escalatie van het handelsconflict een belangrijk negatief effect op de Chinese economie, de aandelenmarkten en de financiële condities. Na de wapenstilstand die Trump en Xi eind 2018 sloten nam deze tegenwind af. Echter, nu de spanningen weer opklaaien en de tarieven verder worden verhoogd, nemen de neerwaartse risico's weer toe.

De invoertarieven die tot dusverre zijn ingevoerd (25% over USD 50 mld en 10% over USD 200 mld) hebben naar schatting een negatief effect op de economische groei van 0,25%-0,5%. Nu het invoertarief over USD 200 mld wordt verhoogd van 10% naar 25%, neemt dit effect naar schatting toe tot 0,5%-0,8%. En bij een verdere uitbreiding van het 25%-tarief naar alle Amerikaanse invoer uit China kan dit effect toenemen tot 1,0-1,5%. Hierbij moet wel worden vermeld dat het hier om heel ruwe schattingen gaat, om verschillende redenen. Ten eerste zijn dit *ceteris paribus*-berekeningen; ze houden immers geen rekening met een mogelijke verruiming van het macro-economisch beleid. Ten tweede bleek vorig jaar dat indirecte (lastig kwantificeerbare) effecten van de tariefsverhogingen op vertrouwen, financiële markten en financiële condities waarschijnlijk zeker zo belangrijk zijn als de directe effecten op handelsstromen. Ten derde ligt aan dit soort berekeningen de veronderstelling ten grondslag dat de verhoging van invoertarieven tenminste een jaar duurt, maar dat is nog niet zeker.

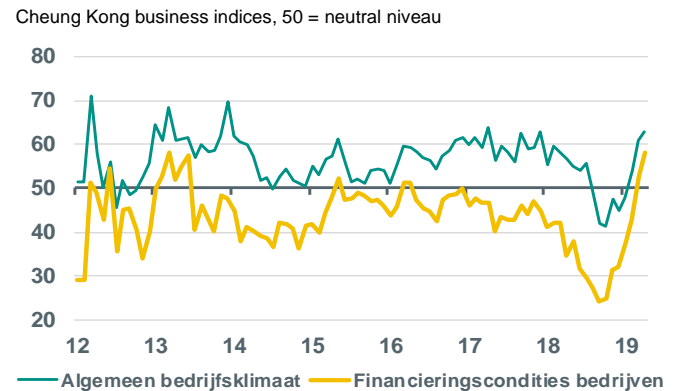
Macrocijfers over april vallen tegen, zelfs voordat hogere tarieven in werking zijn

In ons vorige China-rapport, [Chinese lente brengt herstel](#), wezen we op verschillende signalen van een verbeterend momentum, volgend op de beleidsversoepeling en het wegebben van de spanningen met de VS. De macrocijfers over april geven echter een minder rooskleurig beeld. Een zekere correctie na de uitbundige cijfers van maart was wel te verwachten (de acceleratie van de industriële productie tot 8,5% j-o-j werd bijvoorbeeld vertekend door seizoenseffecten). In april viel de groei van de industriële productie en de detailhandelsverkopen echter ver terug. De groei van de industriële productie kwam uit op 5,4% j-o-j (consensus: 6,5%). De groei van de detailhandelsverkopen daalde naar 7,2% j-o-j (maart: 8,7%, consensus: 8,6%). Ook de investeringsgroei zwakte af tot 6,1% (maart: 6,3%, consensus: 6,4%). Weliswaar versnelden de publieke investeringen dankzij het ruimere begrotingsbeleid, maar dat werd gecompenseerd door een vertraging van de private investeringen.

Eerder deze maand bleken de inkoopmanagersindices voor april iets zwakker dan een maand geleden, hoewel zij over de laatste maanden bekeken wel een verbetering laten zien. De invoergroei over april was weer positief, maar de uitvoergroei werd juist weer negatief (daarmee de risico's die op het externe vlak spelen onderstrepd). De groei van de kredietverlening kwam lager uit dan verwacht, maar is sinds mei 2018 toch bijna met een vol procentpunt versneld. Verder neemt de producentenprijsinflatie niet meer verder af. De consumentenprijsinflatie steeg in april tot 2,5% j-o-j, deels vanwege hogere voedselprijzen in verband met de uitbraak van de varkenspest.

Macrocijfers over april vallen tegen

Bron: Thomson Reuters Datastream

Cheung Kong index: verbetering financieringscondities

Bron: Bloomberg

... hoewel de Cheung Kong index wijst op verbetering financieringscondities

De volatiliteit van de Chinese officiële bbp-cijfers is op kwartaalbasis opvallend laag. Daarom kijken we naar een reeks van indicatoren om veranderingen in het onderliggende momentum te kunnen waarnemen. Inclusief veelomvattende indicatoren zoals de PMI's en Bloomberg's maandelijkse groei-raming. Ook de bedrijfsindicatoren van de *Cheung Kong Graduate School of Business* (CKGSB) zijn in dat verband interessant. Sinds september 2011 publiceert de CKGSB indices voor het ondernemersvertrouwen. Deze zijn gebaseerd op een enquête onder senior managers (meestal alumni) van ruim 300 Chinese bedrijven. De methodologie hiervan is vergelijkbaar met die van de PMI's. Er is een algehele index voor het bedrijfsklimaat, maar ook een set van specifieke subindices. Deze set van indicatoren bevestigt het beeld van een duidelijke verbetering van het ondernemersvertrouwen en de financieringscondities sinds eind 2018. De algehele index voor het bedrijfsklimaat is de afgelopen maanden sterk verbeterd, van een historisch dieptepunt van 41,4 in oktober 2018 naar een tweejaars hoogtepunt van 62,8 in april. De subindex voor financieringscondities bereikte in april zelfs een recordniveau van 58,2. Dat past bij de gerichte versoepeling van het beleid, met speciale aandacht voor particuliere bedrijven.

We denken dat de autoriteiten het macro-economisch beleid verder versoepelen

In eerdere rapporten gaven we aan dat Beijing sinds medio 2018 het macro-economisch beleid heeft verlegd van gerichte verkrapting (*financial deleveraging*) naar gerichte verruiming. Op monetair vlak hebben de autoriteiten sinds medio 2018 maatregelen genomen om de liquiditeit in het bankwezen te waarborgen en de kredietverlening te stimuleren, in het bijzonder die aan particuliere bedrijven en het mkb. Bijvoorbeeld via verdere reducties van de bancaire reservevereisten (*RRR's*) en via het gebruik en het uitbreiden van bestaande leen- en openmarktfaciliteiten, of via *moral suasion*. Op begrotingsvlak voerde de overheid op een breed terrein belastingverlagingen door en werden de quota voor lagere overheden om obligaties te kunnen uitgeven verdubbeld en naar voren gehaald.

Al met al heeft Beijing daarmee gekozen voor een stapsgewijze versoepeling van het beleid en niet voor een *big bang*-benadering (dat laatste was niet nodig en zou ook botsen met andere doelstellingen zoals het stabiliseren van schuldverhoudingen). Toch heeft Beijing volgens ons nog voldoende ruimte voor een verdere versoepeling van het beleid.

We denken dat de autoriteiten die ruimte ook zullen benutten. De centrale bank (PBoC) zou bijvoorbeeld de bancaire reservevereisten verder kunnen versoepen en indien nodig zelfs het centrale beleidstarief (dat sinds 2015 op 4,35% is gehouden) kunnen verlagen. Daarbij zou de centrale bank toleranter kunnen worden voor wat betreft een toename van de uitstaande schuld. Verder helpt natuurlijk ook de hernieuwde depreciatie van de yuan de gevolgen van de invoertarieven te compenseren.

Toch nemen al met al de neerwaartse risico's rond ons basisscenario toe

Als we alles meenemen, waar staan we dan? Een paar weken geleden waren we, afgaand op de macrodata over de afgelopen maanden, geneigd te concluderen dat de opwaartse risico's ten opzichte van ons basisscenario domineren. Echter, nu het handelsconflict tussen China en de VS serieus is opgelaaid en de macrocijfers over april tegenvallen, gaan de neerwaartse risico's weer domineren. Toch handhaven we vooralsnog onze groeiramingen voor 2019 (6,3%) en 2020 (6,0%), mede omdat we ervan uitgaan dat de tegenwind vanuit het handelsconflict (tenminste gedeeltelijk) zal worden gecompenseerd door een verdere versoepeling van het beleid. Echter, op de langere termijn zou een permanente verslechtering van de relatie tussen de VS en China tot een aantasting van op China en de VS geconcentreerde aanbodketens leiden en daarmee tot additionele uitdagingen voor de toekomstige groei van China.

Hoofdindicatoren economie China

	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Bbp (% j-o-j)	6.7	6.8	6.6	6.3	6.0
Inflatie (% j-o-j)	2.1	1.5	1.9	2.5	2.5
Overheidssaldo (% bbp)	-3.8	-3.8	-4.0	-4.5	-4.5
Overheidsschuld (% bbp)	16	17	19	22	25
Lopende rekening (% bbp)	1.8	1.4	0.3	0.0	0.0
Investeringsquote (% bbp)	43	43	44	43	42
Spaarquote (% bbp)	45.9	46.0	44.6	43.5	42.4
USD/CNY (ultimo)	6.95	6.51	6.85	6.6	6.6
EUR/CNY (ultimo)	7.33	7.82	7.85	7.7	8.3

Economische groei, inflatie, overheidssaldo en lopende rekening voor 2018 en 2019 zijn afgeronde getallen.

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 relatie manager 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