

# Visie op China 2020

Arjen van Dijkhuizen, Senior Econoom

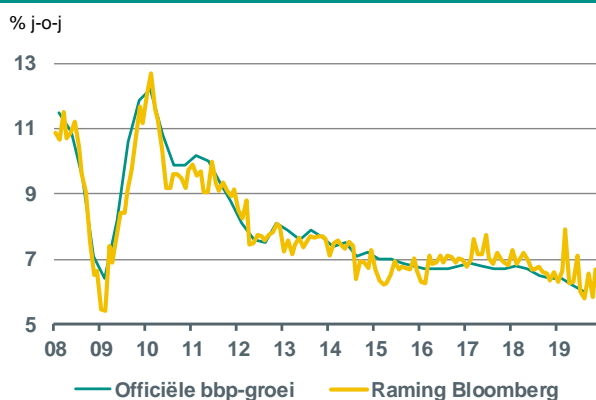
Tel.: 020 628 8052 / arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com

## Groei stabiliseert in Jaar van de Rat

- ▶ **Groeivertraging in 2019 veroorzaakt door handelsconflict, schuldreductie en krimp autosector**
- ▶ **'Fase 1'-akkoord tussen de VS en China vermindert onzekerheid, maar elimineert deze niet**
- ▶ **2020: uitbodeming industrie helpt economische groei te stabiliseren**
- ▶ **Invloed varkenspest op inflatie neemt naar verwachting af dit jaar**
- ▶ **Stimulering via monetair en begrotingsbeleid blijft stapsgewijs verlopen**
- ▶ **De schuld van China blijft stijgen, maar in een lager tempo**
- ▶ **Risico's blijven: spanningen VS, transitie groeimodel, Hongkong/Taiwan, schuldkwesaties**

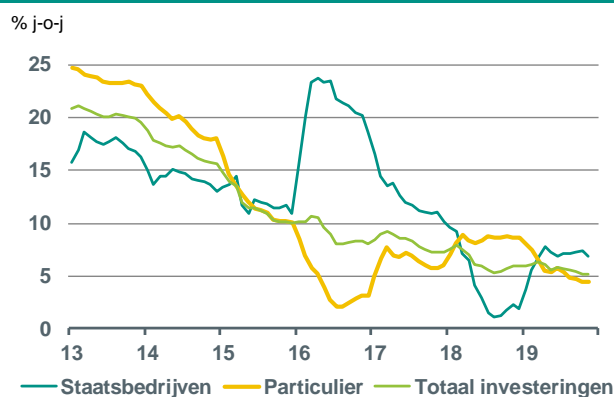
Op 25 januari 2020 begint het Jaar van de Rat. De rat is het eerste dier in de Chinese dierenriem en wordt geassocieerd met welvaart en overvloed. Dit is een beetje symbolisch voor onze macrovisie op China. 2019 was een pittig jaar. Voor 2020 verwachten we dat de groei stabiliseert, geholpen door het 'Fase 1'-akkoord tussen de VS en China en het beleid van stapsgewijze stimulering. 'Stabilisatie' is ook het toverwoord van de Chinese autoriteiten dit jaar. Volgens de laatste *Central Economic Work Conference*, die jaarlijks in december wordt gehouden, legt Beijing dit jaar wat meer nadruk op het waarborgen van de economische groei en wat minder op schuldreductie. In de bijbehorende persverklaring werd de doelstelling van 'structurele schuldreductie' vervangen door 'het stabiliseren van de totale schuldverhoudingen'.

### De groeivertraging is verdiept in 2019



Bron: Bloomberg

### Groei private investeringen weer afgekoeld



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

## Terugblik op 2019: groeivertraging verdiept als gevolg van conflict China-VS ...

2019 was een lastig jaar voor China. Na een periode van relatieve stabiliteit in 2016-17, is de officiële bbp-groei sinds medio 2018 behoorlijk afgekoeld. In het derde kwartaal van 2019 bedroeg de groei 6,0% j-o-j, het laagste tempo sinds 1990. Het was niet toevallig dat deze vertraging plaatsvond in een periode van oplopende spanningen tussen China en de VS. In 2018 voerde de VS invoertarieven in over USD 250 miljard aan Chinese producten. De verhoudingen verbeterden eind 2018 tijdelijk, nadat de presidenten Trump en Xi een wapenstilstand overenkwamen. In mei 2019 escaleerde het conflict echter opnieuw. De VS besloot om het 10% invoertarief dat in 2018 was ingevoerd over USD 200 miljard op te hogen naar 15%. Bovendien werden nieuwe heffingen over nog eens USD 300 miljard aan invoer vanuit China aangekondigd (gefaseerd in te voeren per 1 september en 15 december). In het laatste kwartaal van 2019 vond juist weer enige ontspanning plaats. Toch heeft het handels- en technologieconflict met zijn vele (onverwachte) wendingen in de loop van 2019 duidelijk een negatieve invloed gehad op de Chinese economie, niet alleen op het ondernemersvertrouwen maar ook op de binnenlandse bestedingen (zowel op de investeringen als op de consumptie).

### ... eerdere schuldreductie en zwakte in de autosector

Het handelsconflict is niet de enige factor die tot vertraging van de Chinese groei heeft geleid. Ook speelden de naweën van het beleid gericht op schuldreductie een rol. Vooral particuliere ondernemingen, maar ook lagere overheden, kregen daardoor immers te maken met moeilijker financieringscondities. Dat kwam onder meer tot uiting in een stijging van het aantal faillissementen. Zo is bijvoorbeeld het aantal vastgoedbedrijven dat failliet werd verklaard vorig jaar verder toegenomen, deels door een aanscherping van bepaalde leningvoorwaarden. Dit alles is ook zichtbaar in een vertraging van de private investeringsgroei in de loop van 2019.

De malaise in de autosector vormde ook een belangrijke factor achter de Chinese groeivertraging. In de periode januari-november 2019 werden ruim 10% minder auto's geproduceerd en verkocht dan in de vergelijkbare periode een jaar eerder. In de eerste maanden van 2019 was de krimp op jaarbasis dichtbij 20% j-o-j. De groei van de autoproductie en de -verkoop is traditioneel volatiel, gegeven de invloed van specifieke beleidsmaatregelen. Vorig jaar werd de productie en de verkoop van auto's geraakt door het uitfasen van eerdere belastingmaatregelen, door milieukwesties en ook door het voorzichtiger worden van de Chinese consument.

#### Moeilijker financieringscondities

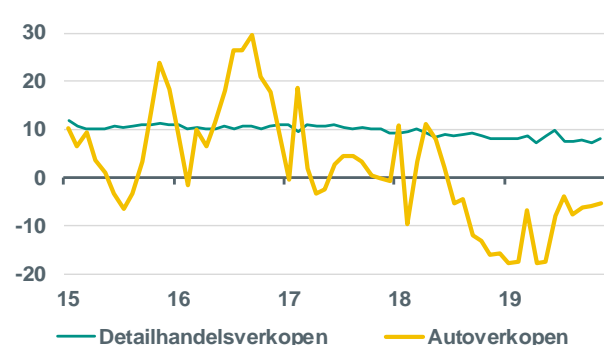
Cheung Kong, Lending Attitude Banks, index, 50 = neutraal niveau



Bron: Bloomberg

#### Autosector blijkt een duidelijke zwakte plek

% j-o-j



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

### 'Fase 1'-akkoord tussen VS en China vermindert onzekerheid, maar elimineert deze niet

We gaan ervan uit dat het 'Fase 1'-akkoord tussen de VS en China (gesloten medio december, formele ondertekening gepland medio januari) gunstig zal uitpakken voor de Chinese economie. Het akkoord leidt tot een einde van de opstapeling van bilaterale invoertarieven, althans vooralsnog, en voorziet zelfs in een beperkte reductie van al

ingevoerde tarieven. De VS handhaaft het 25% tarief over USD 250 miljard aan Chinese producten, maar het 15% tarief dat in september werd ingevoerd over USD 120 miljard, wordt gehalveerd en de per 15 december geplande tarieven op de resterende invoer uit China worden niet ingevoerd. Het directe effect van deze tariefsreductie is waarschijnlijk klein, maar de wapenstilstand helpt om onzekerheid te verminderen, neerwaartse risico's te beperken en het vertrouwen wat te herstellen. De verbetering van de Chinese PMI's in de afgelopen maanden kan waarschijnlijk worden toegeschreven aan de toegenomen hoop op een handelsakkoord.

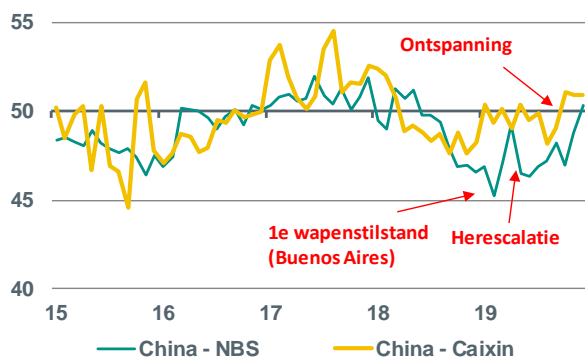
Toch neemt dit akkoord niet alle onzekerheid weg. Ten eerste, hoewel de contouren van het akkoord zijn geschetst, moeten de details nog worden gepubliceerd en de formele ondertekening nog plaatsvinden. Ten tweede, volgens de VS zou China de invoer van Amerikaanse goederen en diensten de komende twee jaar met USD 200 miljard verhogen ten opzichte van het niveau van 2017. Ten opzichte van de huidige niveaus lijkt dat erg ambitieus. China heeft deze cijfers nog niet bevestigd. Ten derde, de spanningen tussen de VS en China zijn toegenomen in alle facetten van de onderlinge relatie (niet alleen handel, maar ook intellectueel eigendom, *governance*, transfer van technologie, valutabeheer, veiligheid, cybercrime en mensenrechten). Het is onwaarschijnlijk dat deze spanningen door dit akkoord geheel verdwenen zijn; ze kunnen weer oplopen indien Washington of Beijing daar aanleiding voor zien. Ten vierde, de VS kan ook non-tariffaire maatregelen nemen (zoals meer beperkingen op de uitvoer van strategische producten of van directe investeringen) om de opkomst van China als technologiereus een halt toe te roepen. Al met al blijft het de vraag of dit akkoord stand zal houden, terwijl een fase-2 akkoord nog ver weg lijkt gelet op de uiteenlopende visies van beide landen op meer fundamentele kwesties.

## 2020: Uitbodeming industrie helpt economische groei te stabiliseren

Naast het einde van de tarievenoorlog is Beijing's verschuiving naar een beleid van stapsgewijze stimulering via monetair en begrotingsbeleid ook een ondersteunende factor voor de Chinese economie. Nu de tegenwind is gaan liggen zijn er meer aanwijzingen dat de Chinese industrie begint uit te bodemen (hoewel het beeld nog gemengd is en sommige cijfers nog zwak zijn). In november was de groei van de autoproductie op jaarbasis eindelijk weer eens positief, voor het eerst sinds juni 2018. Caixin's PMI voor de verwerkende industrie is sinds juli 2019 de weg omhoog ingeslagen. Dat hangt mogelijk mede verband met het feit dat de overheidssteun met name gericht is op de private sector; de indicator van Caixin leunt in relatief sterke mate op de private sector.

### Exportvooruitzichten verbeteren met akkoord in zicht

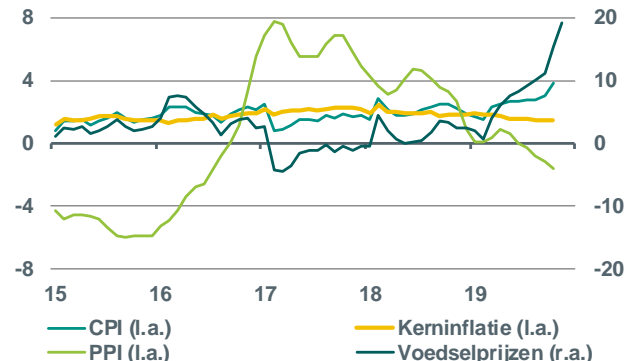
PMI export subindices, 50 = neutraal niveau



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

### CPI omhoog gedreven door voedsel i.v.m. varkenspest

% j-o-j



Bron: Thomson Reuters Datastream

Maar sinds november 2019 is ook de door NBS gepubliceerde PMI voor de verwerkende industrie weer boven het neutrale niveau van 50 uitgekomen (voor het eerst sinds april 2019). Dat houdt waarschijnlijk mede verband met toegenomen hoop op een akkoord tussen de VS en China. De exportsubindex van NBS is tussen juni en december van

vorig jaar met maar liefst vier volle punten verbeterd. Verder zijn er tekenen dat de mondiale IT-cyclus aan het uitbodemmen is. Daarmee wordt de externe vraag naar Chinese producten ondersteund. Al met al gaan we er, onder de veronderstelling dat de VS en China dit jaar geen bilaterale invoertarieven verhogen, vanuit dat de industrie dit jaar herstelt. Dat herstel zal helpen om de Chinese economie te stabiliseren. We verwachten dat de officiële bbp-groei nog maar marginaal afneemt tot 5,8% gemiddeld in 2020, iets onder het niveau van 6,0% j-o-j dat in het derde kwartaal van 2018 werd bereikt.

### **Invloed varkenspest op inflatie neemt naar verwachting af dit jaar**

De consumentenprijsinflatie (CPI) is in de loop van dit jaar sterk toegenomen, na in februari nog te zijn afgenomen tot 1,5% j-o-j. De CPI bedroeg in november 4,5% j-o-j, het hoogste niveau sinds januari 2012 en duidelijk boven de inflatiedoelstelling van 3%. Deze stijging werd grotendeels veroorzaakt door de sterke stijging van voedselprijzen (met name de varkensprijs) verband houdend met de uitbraak van varkenspest in de zomer van 2018. Volgens sommige schattingen heeft de uitbraak geleid tot een halvering van de Chinese varkensstapel. De inflatie van voedselprijzen is toegenomen van 0,5% j-o-j in juli 2018 tot een elfjaars hoogtepunt van 19,1% j-o-j in november. De varkensprijs is meer dan verdubbeld in een jaar tijd. Wanneer we echter de volatielere componenten (voedsel en energie) buiten beschouwing laten, dan blijkt de Chinese kerninflatie geleidelijk aan af te nemen, van circa 2,0% j-o-j in 2018 tot ongeveer 1,5% j-o-j in de tweede helft van 2019. Ondertussen is de producentenprijsinflatie voor het eerst sinds juli 2019 weer negatief geworden. Dat is tekenend voor de conjuncturele vertraging in de industrie. We verwachten overigens niet dat de PPI een lange periode negatief blijft, zoals in de periode 2012-2016 het geval was (toen het effect van de sterke daling van grondstofprijzen een rol speelde). Vooruitkijkend denken we dat het effect van de varkenspest op de Chinese inflatie gaat afnemen en dat de inflatie in 2020 op jaarbasis terugvalt naar een gemiddelde van circa 3%

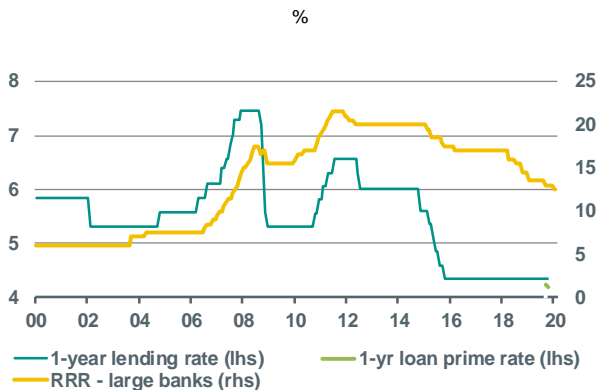
### **Stimulering via monetair en begrotingsbeleid blijft stapsgewijs verlopen**

Sinds medio 2018, toen de tegenwind vanuit het handelsconflict sterker werd, is Beijing overgestapt van een beleid gericht op *financial deleveraging* (gericht op schuldreductie in de meest risicovolle delen van het financiële stelsel, waaronder het schaduwbankwezen) naar stapsgewijze, gerichte stimulering. Stapsgewijs in de zin dat Beijing gekozen heeft voor verschillende, relatief kleine stapjes in plaats van grootschalige *big bazooka* maatregelen. Deze voorzichtige aanpak houdt verband met een aantal randvoorwaarden waar rekening mee moet worden gehouden, zoals de noodzaak om de schuld niveaus in de hand te houden en overwaardering op de onroerendgoedmarkt te voorkomen. Op begrotingsvlak hebben de autoriteiten verschillende belastingen verlaagd en maatregelen genomen ter stimuleren van investeringen in de infrastructuur. Zo zijn de quota voor de uitgifte van speciale obligaties door lagere overheden naar voren gehaald en verhoogd, evenals in 2019. Op monetair vlak heeft de centrale bank de bancaire reservevereisten in 2019 met 150 bp verlaagd en begin 2020 nog eens met 50 bp. In 2018 waren deze eisen al met 250 bp verlaagd. De centrale bank heeft ook gericht additionele verlagingen van de reservevereisten doorgevoerd voor banken die relatief veel krediet verstrekken aan particuliere bedrijven en het mkb. Verder is de centrale bank sinds medio 2019 gestart met een reeks van miniverlagingen van allerlei rentetarieven en is een nieuwe *benchmark* beleidsrente geïntroduceerd. Al met al blijven de stimuleringsmaatregelen die in de laatste vertragingscyclus genomen zijn relatief bescheiden vergeleken met eerdere episodes van stimulering. Wij verwachten dat de autoriteiten doorgaan met stapsgewijze en gerichte verruiming, maar geen toevlucht zullen nemen tot agressieve, veelomvattende stimulering.

### **Schuld van BV China blijft stijgen, maar in een lager tempo**

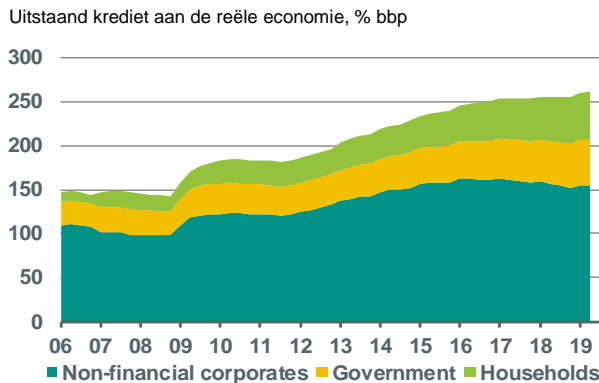
Met de ommeswaai naar een beleid van versoepeling is de schuld van de BV China weer verder toegenomen, hoewel in een lager tempo dan in het verleden. De totale uitstaande hoeveelheid bancaire krediet aan de reële economie is gestegen tot 262% van het bbp in het tweede kwartaal van 2019. Daarvan staat 59% uit op bedrijven, 21% op huishoudens en 20% op overheden. Over de afgelopen jaren is de bedrijfsschuld licht afgenomen, maar die van huishoudens en overheden toegenomen. Als we ook de interbancaire schuld meenemen dan is de totale schuld inmiddels de grens van 300% van het bbp gepasseerd (volgens data van het IIF).

**Stapsgewijze stimulering vooral via RRR-verlagingen**



Bron: Thomson Reuters Datastream

**Schuldeneberg China blijft stijgen, maar minder snel**



Bron: Thomson Reuters Datastream

**Risico's**

In ons basisscenario verwachten we voor 2020 een stabilisatie van de economische groei. De vooruitzichten worden echter wel omgeven met flink wat risico's die dit basisscenario kunnen doorkruisen.

*Strategische spanningen met de VS blijven voortduren ...*

Het 'Fase 1'-akkoord betekent dat er vooralsnog geen verdere opstapeling van bilaterale tarieven plaatsvindt en vermindert de onzekerheid, maar elimineert deze niet. Strategische spanningen tussen de VS en China blijven voortduren, vooral op technologievlak. Het tijdperk van constructieve samenwerking en voortschrijdende economische integratie tussen de VS en China is ten einde. We denken dat de verhouding tussen de VS en China onder het presidentschap van Trump aanzienlijk is veranderd. Dit alles impliceert dat onzekerheden op het vlak van toekomstige handels- en investeringsrelaties blijven bestaan en dat de ontkoppeling van de beide economieën en de verschuiving van mondiale aanbodketens zullen doorgaan.

*... en dat gaat gepaard met nieuwe uitdagingen voor China's transitie*

De langetermijnstrategie van China behelst een verschuiving van het groeimodel van export/investeringen naar consumptie/diensten, waarbij het zich omhoog wil bewegen in de mondiale aanbodketens. Deze transitie zal jaren duren, maar de dienstensector is in termen van toegevoegde waarde al enkele jaren groter dan de industrie en snelgroeiende technologische sectoren hebben het stokje overgenomen van de zware industrie. Toch gaat deze transitie gepaard met een geleidelijke groeivertraging en is ze omgeven met risico's en onzekerheden. De toegenomen spanningen met de VS brengen nieuwe uitdagingen voor wat betreft China's ambities om zich verder te ontwikkelen op technologievlak. Het valt nog te bezien of een land dat geen politieke vrijheid kent, erin zal slagen om de middeninkomensval te ontlopen (oftewel erin zal slagen om het bbp per hoofd te laten doorontwikkelen tot boven middeninkomensniveau).

*Ontwikkelingen in Hongkong en Taiwan*

De protesten in Hongkong zijn in de loop van 2019 heviger geworden. Deze werden getriggered door een omstrede uitleveringswet (die is inmiddels ingetrokken), maar komen voort uit een onderliggend ongenoegen over de mate van politieke vrijheid en onzekerheid over de toekomst van de status van Hongkong. Ook spelen economische problemen, zoals het gebrek aan betaalbare huisvesting waarschijnlijk een rol. De actievoerders voelen zich gesterkt door reacties vanuit het Westen (vooral vanuit de VS en het VK). Het begin van 2020 werd opnieuw gekenschetst door massale protesten. De ontwikkelingen tonen aan dat het concept van 'een land, twee systemen' wordt uitgedaagd. Aangezien Hongkong nog steeds waardevol is voor China als een handels- en financieel centrum, zal Beijing waarschijnlijk uiterst

omzichtig blijven opereren, daarbij ook rekening houdend met de opstelling van buitenlandse mogelijkheden. Zo heeft de VS een wet aangenomen die voorziet in een jaarlijkse beoordeling van de mate van democratie in Hongkong en de mogelijkheid biedt sancties op te leggen. Ondertussen is het waarschijnlijk dat de ontwikkelingen in Hongkong ook de publieke opinie in Taiwan hebben beïnvloed. Verwacht wordt dat de politieke stromingen die voor onafhankelijkheid van Taiwan zijn tijdens de presidentiële en parlementaire verkiezingen op 11 januari hiervan zullen profiteren.

#### *Risico's gerelateerd aan de Chinese schuldenberg en het uitfaseren van de 'impliciete garantie'*

De verdergaande stijging van de schuld gaat hand in hand met een stijging van het aantal wanbetalingen op schuldpapier. Volgens cijfers van Bloomberg heeft het totaal aan wanbetalingen op schuldpapier (gemeten op basis van de uitstaande hoofdsommen) vorig jaar een nieuw record bereikt. Dat komt door een combinatie van afkoelende groei, stijging van de schuldendienst en moeilijker financieringscondities, vooral voor de particuliere sector (hoewel er wel van enige verbetering sprake is na de ommezwaai van *financial deleveraging* naar stapsgewijze, gerichte verruiming). Toch is de omvang van deze wanbetalingen in relatief opzicht nog wel beheersbaar. Vorig jaar sloeg de verslechtering van de leenkwaliteit van sommige partijen terug op het bancaire stelsel in de vorm van faillissementen van een beperkt aantal kleinere regionale banken. De overheid is snel in actie gekomen om systeemrisico's af te wenden. Toch luiden deze ontwikkelingen het einde van de snelle, ongereguleerde groei van kleinere banken in. Dit alles weerspiegelt ook het loslaten door de overheid van het concept van 'impliciete garantstelling' en een geleidelijke transitie naar een meer marktgeoriënteerde benadering.

#### Hoofdindicatoren economie China

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Bbp (% j-o-j)	6.8	6.6	6.2	5.8	5.6
Inflatie (% j-o-j)	1.5	1.9	2.8	3.0	2.0
Overheidssaldo (% bbp)	-3.8	-4.2	-4.5	-4.5	-4.5
Overheidsschuld (% bbp)	17	15	18	22	25
Lopende rekening (% bbp)	1.6	0.4	1.0	0.5	0.5
Investeringsquote (% bbp)	42.9	43.1	42.1	41.7	40.7
Spaarquote (% bbp)	46.3	45.2	45.1	43.6	42.2
USD/CNY (ultimo)	6.51	6.85	7.1	7.2	7.3
EUR/CNY (ultimo)	7.82	7.85	8.0	8.4	8.8

*Economische groei, inflatie, overheidssaldo en lopende rekening voor 2019-21 zijn afgeronde getallen,*

Bron: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

#### DISCLAIMER

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 relatiebeheerder 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