

15 maart 2016

Een zachte, maar schoksgewijze landing

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

- **Nationaal Volkscongres komt niet met grote verrassingen**
- **Groeidoel nu bandbreedte van 6,5-7%; onze raming voor 2016 blijft 6,5%**
- **Overheid blijft gericht stimuleren; meer aandacht voor aanbodzijde**
- **Zwakke data in januari en februari vertekend door Chinees Nieuwjaar**
- **Ook handelsdata zijn sterk vertekend; kapitaaluitstroom lijkt af te nemen**
- **Hoge en nog toenemende schuld niveaus blijven belangrijk risico vormen**
- **Risico's en beleidsdilemma's kenmerken China's schoksgewijze transitie**

China presenteert bandbreedte van 6,5-7% als groeidoel voor 2016

Begin maart keurde het Nationaal Volkscongres het werkprogramma van de overheid goed. Nadat de groeidoelstellingen in 2014 (7,3% versus 7,5%) en in 2015 (6,9% versus 7%) op een haar na werden gemist, introduceerde Beijing nu een bandbreedte van 6,5-7% in plaats van een enkel groeicijfer als doelstelling. Deze verschuiving kwam niet onverwacht. Wij handhaven onze groeiraming voor 2016 op 6,5%, dus aan de onderkant van de bandbreedte. We verwachten dat de groeivertraging van China geleidelijk blijft verlopen, aannemend dat de autoriteiten doorgaan met stimulerend beleid.

Autoriteiten leggen meer nadruk op stimulerend begrotingsbeleid ...

Het programma voor 2016 bevestigt inderdaad dat de overheid blijft stimuleren. Zoals we aangaven in onze vorige *China Focus*, Evenwichtskunst blijft nodig in Jaar van de Aap, komt er meer nadruk op het begrotingsbeleid te liggen. Zo worden belastingverlagingen voor ondernemingen doorgevoerd en zijn de infrastructurele uitgaven al sinds medio 2015 verhoogd. De norm voor het federale begrotingstekort wordt verhoogd van 2,3% van het BBP in 2015 naar 3,0% dit jaar. Hierbij moet worden bedacht dat stimulering via het begrotingsbeleid in China deels buiten de centrale begroting om verloopt. Dat blijkt ook uit IMF- berekeningen van het 'aangepaste' begrotingstekort (10% van het BBP in 2015) en de 'aangepaste' staatsschuld (60% BBP).

... maar gaan ook voorzichtig door met monetaire stimulering

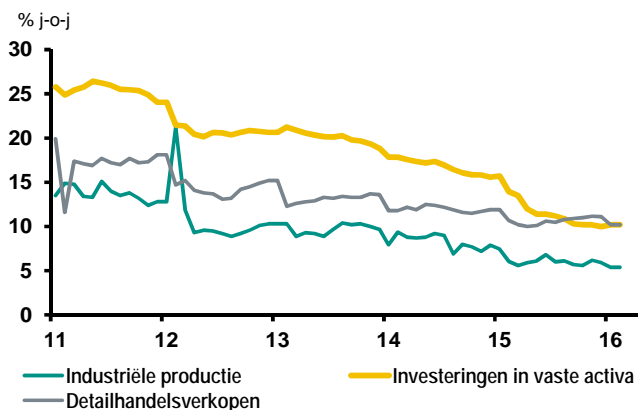
Op monetair vlak bleef de inflatiedoelstelling voor 2016 ongewijzigd op 3%. De groei-doelstelling voor M2 werd iets verhoogd naar 13% (2015: 12%). Voor de totale krediet-groei werd een doel geïntroduceerd van 13%. Dit alles is consistent met verdere, gerichte monetaire stimulus, ook al is de centrale bank (PBoC) volgens ons, gelet op de onzekerheden rond de wisselkoers en kapitaaluitstroom, voorzichtiger geworden wat betreft de timing en vorm van stimuleringsmaatregelen. Overigens hebben wij nooit gedacht dat Beijing een monetaire *bazooka* zou presenteren. Dat zou immers strijdig zijn

met het langetermijndoel van schuldvermindering en is bovendien niet nodig, want de PBoC heeft nog veel conventionele instrumenten tot haar beschikking. We verwachten voor de rest van 2016 nog 100 bp aan verlagingen van de bancaire reserve-vereisten en nog 50 bp aan verlagingen van de beleidsrente. Verder zal de centrale bank liquiditeit blijven verschaffen via speciale leenfaciliteiten. Ook zullen de autoriteiten doorgaan met het aanpassen van macroprudentiële regels zoals aanbetalingsnormen bij woningfinanciering.

... en gaan meer prioriteit geven aan hervormingen aan de aanbodzijde

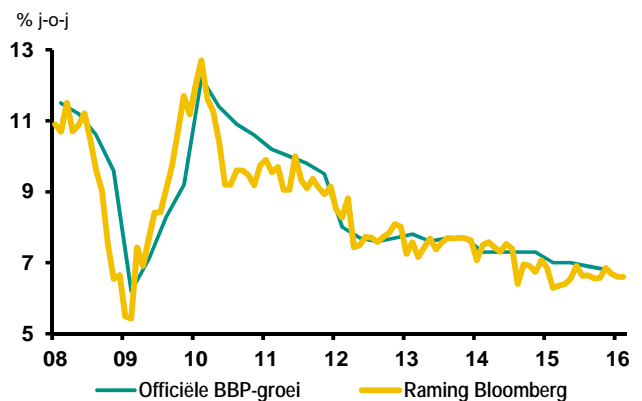
De autoriteiten beweren meer prioriteit te geven aan hervormingen aan de aanbodzijde, vooral aan het terugdringen van overcapaciteit (en banen) in sectoren zoals de zware industrie en onroerend goed, en aan de hervorming van staatsbedrijven. De urgentie van dergelijke maatregelen is toegenomen door druk van buitenaf. Zo heeft de EU onlangs de tarieven voor invoer uit China verhoogd in het kader van antidumping. Recent maakte de provincie Hebei, een van de meest geïndustrialiseerde regio's van China, bekend dat de staalproductie tussen nu en 2020 met 40% zal worden verminderd en het aantal staalfabrieken met 60%. Volgens persberichten streeft de overheid ernaar om 5 á 6 miljoen banen weg te snijden in staatsbedrijven actief in sectoren die met overcapaciteit kampen. De herstructurering van de staal- en kolenindustrie kan leiden tot een verlies van 1,8 miljoen banen in de komende twee jaar, nadat in 2014-15 al 1,5 miljoen banen verloren gingen. De overheid heeft een fonds van CNY 100 miljard opgericht om ontslagen arbeiders uit de staal- en kolenindustrie te ondersteunen. Ook heeft de overheid aangekondigd de toetredingsbarrières voor een aantal sectoren te verlagen, opdat particuliere investeerders kunnen participeren in de hervorming van staatsbedrijven.

Recente data wijzen op geleidelijke groeivertraging



Bron: Thomson Reuters Datastream

Bloomberg-raming blijft dichtbij officiële groeicijfers



Bron: Bloomberg

Recente macro-economische cijfers vallen over het algemeen tegen, ...

Veel van de data die aan het begin van het kalenderjaar verschijnen, zijn vertekend door het Chinese Nieuwjaar. Maar ook tegen deze achtergrond bezien, vielen de laatste economische cijfers tegen. Zo verslechterden de inkoopmanagersindices (PMI's) voor februari, zowel voor de verwerkende industrie als voor de dienstensector. Dat sluit aan bij onze verwachting dat ook de groei van de dienstensector dit jaar wat gaat afvlakken, mede door een lagere groeibijdrage van de financiële dienstverlening als gevolg van de aandelenmarktcorrectie in 2015. Toch tonen de PMI's (zowel die van NBS als die van Caixin) aan dat de dienstensector er nog altijd een stuk beter voor staat dan de industrie.

De PMI's voor de verwerkende industrie blijven fluctueren onder het neutrale niveau van 50, terwijl die voor de dienstensector daar nog altijd ruim boven liggen. Ook de 'harde' economische data over februari waren zwakker dan verwacht. De groei van de industriële productie daalde tot een zevenenhalffaars dieptepunt van 5,4% j-o-j in februari (december 2015: 5,9%). Na een stijging in de tweede helft van 2015, nam de groei van de detailhandelsverkoop af naar een negenmaands dieptepunt van 10,2% j-o-j.

... hoewel de onroerendgoedsector profiteert van stimulerend beleid

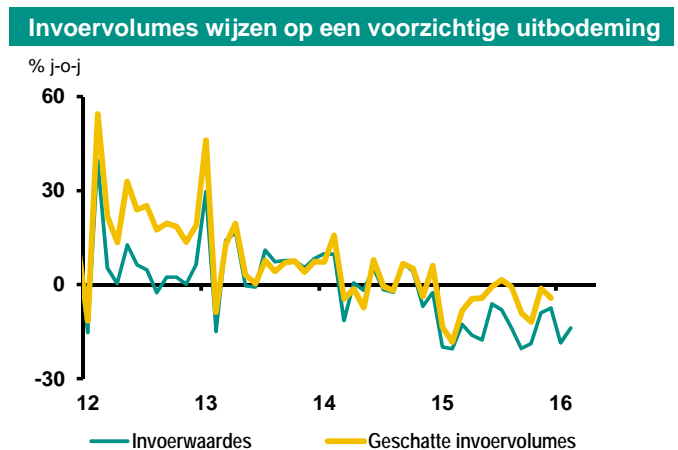
De groei van de investeringen kwam met 10,2% j-o-j in februari juist iets hoger uit (december: 10%), gesteund door de toename van de overheidsuitgaven aan infrastructuur. Daarnaast leidde het beleid gericht op het wegwerken van voorraden tot een sterke toename van de huizenverkoop in de grootste steden. Dit alles droeg bij aan een opleving van de investeringen in de onroerendgoedmarkt, waarbij ook basiseffecten duidelijk een rol speelden. Al met al wijzen de laatste economische data nog altijd op een geleidelijke groeivertraging en niet op een harde landing. De maandelijkse BBP-raming van Bloomberg kwam in februari uit op 6,6%, dicht in de buurt van het laatste officiële BBP-cijfer (6,8% j-o-j in het laatste kwartaal van 2015).

Chinese goederenuitvoer krimpt sterker in februari ...

De Chinese handelscijfers verslechterden verder in februari, maar zijn sterk vertekend en dienen voorzichtig geïnterpreteerd worden. In dollartermen daalde de goederenuitvoer met 25,4% j-o-j (januari: -11,4%), terwijl op een daling van slechts 14,5% was gerekend. Deze uitvoerdaling trad op ongeacht de bestemming; de uitvoer naar zowel de VS als de EU daalde met 20-25%. Ook dit cijfer wordt natuurlijk beïnvloed door de timing van het Chinese Nieuwjaar die tot bijzondere basiseffecten heeft geleid (in februari 2015 piekte de uitvoergroei bij 48,3% j-o-j). Echter, ook als we deze verstoringen in ogenschouw nemen, blijft de zwakke uitvoerprestatie illustratief voor de ingezakte buitenlandse vraag en het najlende effect van een reëel effectieve appreciatie van de yuan.



Bron: Thomson Reuters Datastream



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

... terwijl de krimp van de goederenimport iets afnam

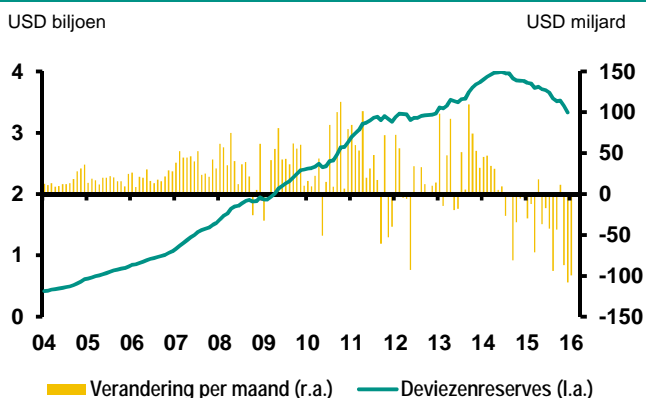
De krimp in de goederenimport nam af tot 13,8% j-o-j in februari (januari: -18,6%). Ook deze cijfers zijn vertekend door speciale factoren zoals de timing van het Chinese Nieuwjaar en het optreden tegen overfacturering waarmee getracht wordt kapitaalrestricties te omzeilen. Verder is de invoerdaling niet alleen een weerspiegeling van de zwakke binnen-

landse vraag, maar ook van de sterke daling van de invoerprijzen in het afgelopen jaar, waaronder die van grondstoffen. Eigen ramingen van de invoervolumes laten voorzichtige tekenen van uitbodeming zien (al heeft de laatste waarneming betrekking op december 2015). Al met al waren we eind 2015 niet overdreven optimistisch over de Chinese handelscijfers en nu niet overdreven pessimistisch. Als het goed is laten de handelscijfers in de komende maanden een duidelijker beeld zien, dankzij minder verstoringen.

Deviezenreserves dalen verder in februari, maar veel minder scherp

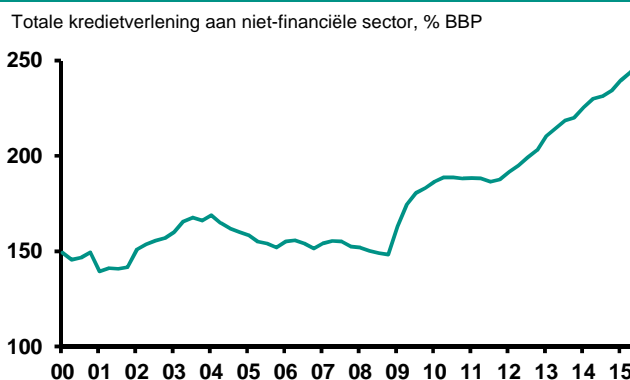
De maandelijkse afname van de deviezenreserves kwam in februari met USD 29 mld een stuk lager uit dan in de drie maanden daarvoor (gemiddeld USD 98 mld). Dit duidt op een afname van de kapitaaluitstroom als gevolg van de acties van de PBoC gericht op het stabiliseren van de yuan ten opzichte van de Amerikaanse dollar en het inperken van kapitaaluitstroom. Natuurlijk heeft de tijdelijke zwakte van de dollar dit voor de PBoC makkelijker gemaakt. Overigens heeft een aanzienlijk deel van de kapitaaluitstroom te maken met bedrijven die dollarschuld afbetalen en/of uitzettingen in dollars zijn gaan afdekken. Een ander deel heeft betrekking op de afwikkeling van *carry trades*. Deze vormen van kapitaaluitstroom zijn niet per se schadelijk, omdat ze leiden tot een verlaging van valutarisico's voor China. Hoewel te vroeg juichen geen goed idee is, zouden de autoriteiten grip op de situatie moeten kunnen krijgen. Ze wegen immers bij het wisselkoersbeleid het belang van het behoud van de concurrentiepositie af tegen dat van het beperken van de kapitaaluitstroom. Ook nu de koppeling van de dollar wat meer los wordt gelaten en de munt aan een bredere valutamand wordt gekoppeld, blijft de yuan/dollar-coers een belangrijke randvoorwaarde. Daarom denken we ook dat de depreciatie van de yuan ten opzichte van de dollar zal meevallen in 2016 (6,70 eindejaars) en 2017 (6,80).

Deviezenreserves dalen minder sterk in februari



Bron: Thomson Reuters Datastream

Totale schuld blijft toenemen



Bron: Thomson Reuters Datastream

Totale schuld blijft toenemen

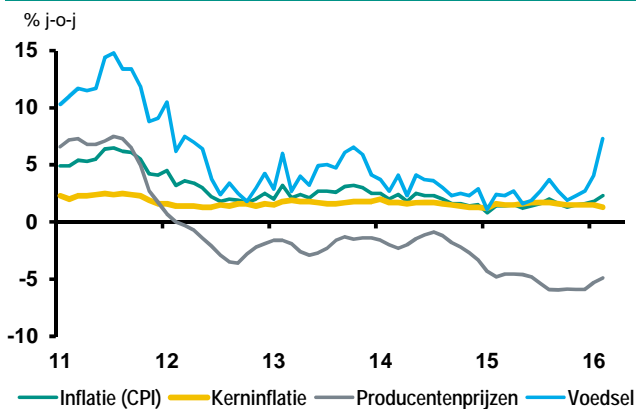
Na een sterke stijging in januari, grotendeels verklaard door speciale factoren, is de groei van de kredietverlening in februari weer teruggevallen. De kredietverlening neemt traditioneel sterk toe in januari, omdat banken een deel van hun jaardoelen naar voren halen. Ook speelde de verschuiving van bedrijfsleningen in vreemde valuta's naar die in yuans een rol, alsmede maatregelen van de PBoC gericht op het waarborgen van de liquiditeit in het bankwezen gedurende de nieuwjaarsvakantie. In februari viel de totale kredietgroei terug tot een viermaands dieptepunt van CNY 780 mld, terwijl de stijging van nieuwe bankleningen afnam tot CNY 727 mld. Toch neemt al met al de totale schuld van

China sterker toe dan het nominale BBP. De doelstelling voor de kredietgroei van 13% impliceert dat dit jaar nog niet begonnen gaat worden met schuldvermindering. De hoge en nog toenemende schuldniveaus blijven een majeure risicofactor. Dat is ook één van de redenen dat Moody's onlangs zijn kredietbeoordeling een negatief vooruitzicht gaf. Moody's voegde daar wel aan toe dat de autoriteiten dankzij de nog steeds omvangrijke buffers de tijd hebben om hervormingen door te voeren en onevenwichtigheden aan te pakken. Dit verklaart ook waarom de kredietbeoordelingen van China (Moody's Aa3, S&P AA-, Fitch A+) nog altijd robuust zijn vergeleken met die van de meeste andere opkomende economieën en beter dan die van bijvoorbeeld Japan.

Voedselprijzen drijven inflatie op, deflatie producentenprijzen neemt af

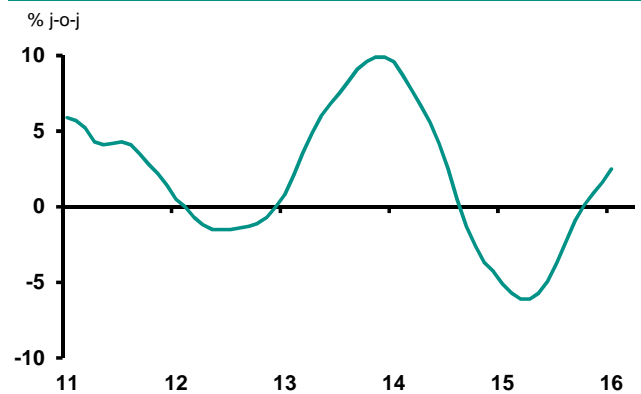
De inflatie nam toe tot 2,3% j-o-j in februari (januari 1,8%). Dat kwam vooral door een stijging van voedselprijzen als gevolg van het koude weer en een toename van de vraag gedurende de nieuwjaarsvakantie. We verwachten dat de gemiddelde inflatie toeneemt van 1,4% in 2015 tot 2% in 2016 en daarmee beneden het centrale-bankdoel van 3% blijft. Ondertussen nam de deflatie van producentenprijzen verder af, tot -4,9% j-o-j (januari: -5,3%). Dat komt vooral door het herstel van grondstoffenprijzen, terwijl ook de acties gericht op het terugdringen van de overcapaciteit in de staal- en kolenindustrie een rol spelen. De huizenprijzen zetten hun opgaande lijn voort, vooral in de grotere steden, in reactie op stimulerend beleid. Recente communicatie van beleidsmakers wijst erop dat de regelgeving inzake de huizenmarkt zal worden aangepast, zodat beter met regionale verschillen rekening kan worden gehouden.

Inflatie neemt toe, producentenprijsdeflatie neemt af



Bron: Thomson Reuters Datastream

Huizenprijzen verder omhoog dankzij grote steden



Bron: Thomson Reuters Datastream

Risico's, beleidsdilemma's kenmerken China's schoksgewijze transitie

Resumerend blijft het voor de overheid zaak om zorgvuldig te balanceren tussen het stabiliseren van economische groei en het bewaken van financiële stabiliteit. De noodzakelijke transitie van China's groeimodel is omgeven met risico's op het vlak van onder meer hoge schuldniveaus, overcapaciteit, externe financiën (handel, kapitaaluitstroom), financiële liberalisatie, de financiële sector en geopolitiek. De beleidsdilemma's voor Beijing worden lastiger en urgenter: 1) extra stimulus geven versus de noodzaak om met schuldreductie te beginnen, 2) behoud van concurrentiepositie versus beheersen kapitaaluitstroom, 3) verdieping hervormingen versus beheersen werkloosheid etcetera. Al met al zal de transitie van China schoksgewijs blijven verlopen, ook al zal Beijing doorgaan met stimuleren om een harde landing te voorkomen.

Hoofdindicatoren economie China

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
BBP (% j-o-j)	7.7	7.3	6.9	6.5	6.0
Inflatie (% j-o-j)	2.6	2.1	1.4	2.0	2.5
Overheidssaldo (% BBP)	-1.8	-1.8	-2.5	-3.0	-3.0
Overheidsschuld (% BBP)	14.7	14.9	18.9	23.4	27.8
Lopende rekening (% BBP)	1.6	2.1	2.5	3.0	2.5
Investeringsquote (% BBP)	45	44	42	41	40
Spaarquote (% BBP)	48.0	48.0	46.4	44.6	43.1
USD/CNH (ultimo)	6.10	6.12	6.49	6.7	6.8
EUR/CNH (ultimo)	8.41	7.40	7.05	7.0	7.1

Groei, inflatie, overheidssaldo en lop. rekening voor 2016 en 2017 zijn afgerond.

Bron: EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

Lees meer van het Economisch Bureau op: insights.abnamro.nl/category/economie/

Volg het Economisch Bureau op Twitter: <https://twitter.com/abnamroeconomen>

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