

15 juni 2016

## Geen reden tot zelfgenoegzaamheid

---

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

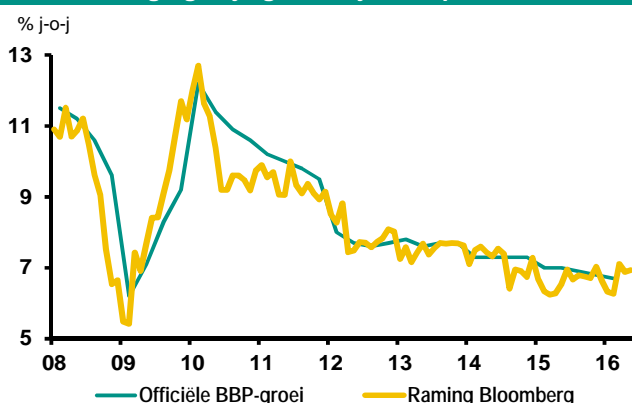
---

- **Data voor mei wijzen op stabilisatie, niet op bredere groeiversnelling**
- **Deflatoire druk blijft afnemen**
- **Zwakke particuliere investeringen blijft zorgpunt, naast hoge schuldniveaus**
- **Verstandig beleid blijft nodig om risicovolle transitie in goede banen te leiden**

### Stimulus brengt stabilisatie korte termijn (en risico's lange termijn), ...

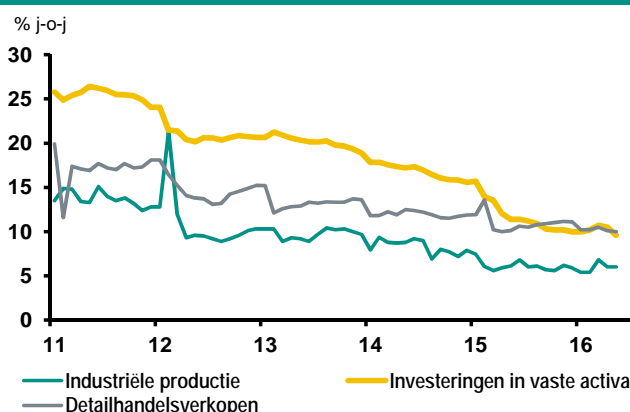
De meest recente macro-economische cijfers sluiten aan bij ons scenario van een aanhoudende geleidelijke groeivertraging van de Chinese economie. Nu we bijna halverwege 2016 zijn en terug kunnen kijken op het eerste deel van het jaar, constateren we dat de combinatie van stimulerend begrotingsbeleid (infrastructurele uitgaven, belastingverlagingen) en een soepel monetair beleid succesvol is geweest in het stabiliseren van de economie. Het is natuurlijk goed voor de wereldeconomie dat Beijing zich blijft inspannen om een harde landing te voorkomen. Zoals we echter al in eerdere publicaties hebben aangegeven, gaat dit beleid gericht op stabilisatie op de korte termijn echter gepaard met risico's voor de langere termijn. Denk vooral aan de stijging van reeds hoge schuldniveaus, maar ook aan andere structurele risico's zoals de verzwakking van particuliere investeringen, overcapaciteit en mogelijke stress in de financiële sector.

#### Groeivertraging blijft geleidelijk verlopen



Bronnen: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

#### Investeringsgroei daalt tot laagste niveau sinds 2000 ...,



Bron: Thomson Reuters Datastream

### ... maar geen breedgedragen groeiversnelling

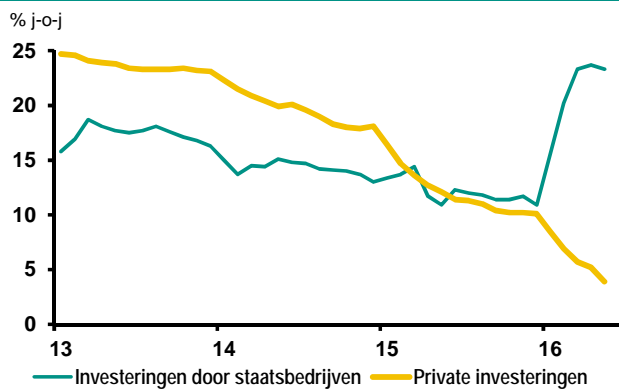
Toch kunnen we stellen dat het stimulerend beleid niet heeft geleid tot een breedgedragen versnelling van de economische groei. De grotendeels op infrastructuur gerichte stimulus heeft weliswaar bijgedragen aan het herstel van de vastgoedsector, maar de positieve effecten op de rest van de economie lijken vrij beperkt. Dat komt omdat de economie blijft

kampen met tegenwind, bijvoorbeeld als gevolg van de hoge en nog toenemende schuld niveaus en overcapaciteit in de zware industrie en de vastgoedsector. Al met al houden we vast aan onze voorspelling van een geleidelijke groeivertraging (van 6,9% in 2015 naar 6,5% in 2016 en 6% in 2017), hoewel de transitie hobbelig zal blijven verlopen.

### Investerings zijn de negatieve uitschieter ...

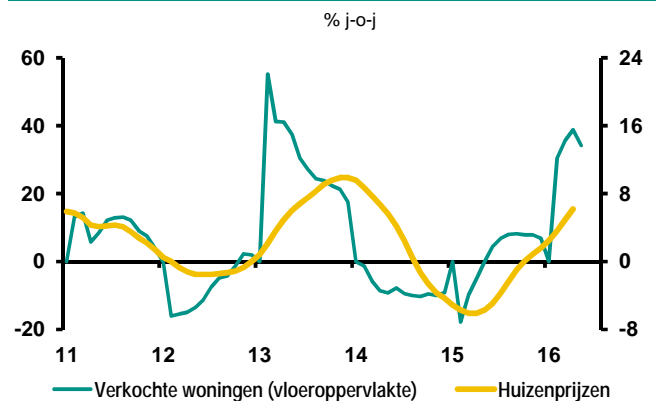
De economische data voor de maand mei bevestigen dat de economie zich heeft gestabiliseerd. De inkoopmanagersindices illustreren nog altijd de divergentie tussen de verwerkende industrie (indices blijven liggen op vrij zwakke niveaus) en de dienstensector (indices dalen, maar blijven duidelijk boven het omslagpunt van 50). De vorige week gepubliceerde handelsdata laten zien dat de invoer en uitvoer zich geleidelijk aan herstellen. Deze week werd duidelijk dat de groei van de industriële productie (6%) en de detailhandelsverkopen (10%) in mei min of meer op hetzelfde niveau lagen als in april. Daarentegen viel de investeringsgroei terug van 10,5% j-o-j (*year-to-date*) in april naar 9,6% in mei, het laagste niveau sinds 2000.

#### ..., door daling groei particuliere investeringen



Bron: Thomson Reuters Datastream

#### Stimulerend beleid steunt vraagherstel vastgoedsector



Bron: Thomson Reuters Datastream

### ... omdat de groei van de particuliere investeringen sterk is afgenomen

De daling van de investeringsgroei komt vooral op het conto van de particuliere investeringen. Deze daalde in mei tot een historisch dieptepunt van 3,9% j-o-j (*year to date*). De investeringsgroei van staatsbedrijven daalde iets, maar bleef sterk (meer dan 23%). Bezien vanuit een regionaal perspectief wordt de zwakke investeringsgroei vooral bepaald door de afname van de investeringen in het Noordoosten, ook wel de *lopende band van China* genoemd. Bezien vanuit een sectorperspectief blijven de investeringen in de infrastructuur het goed doen, terwijl de investeringen in de vastgoedsector afvlakken na een stijging aan het begin van dit jaar. Al met al wordt het beeld bevestigd dat het stimulerend begrotingsbeleid in de vorm van infrastructurele uitgaven door de staat de vertraging van de investeringsgroei beperkt houdt. Dit beleid gaat echter wel samen met toenemende schuld niveaus en een verdere verzwakking van de particuliere investeringen.

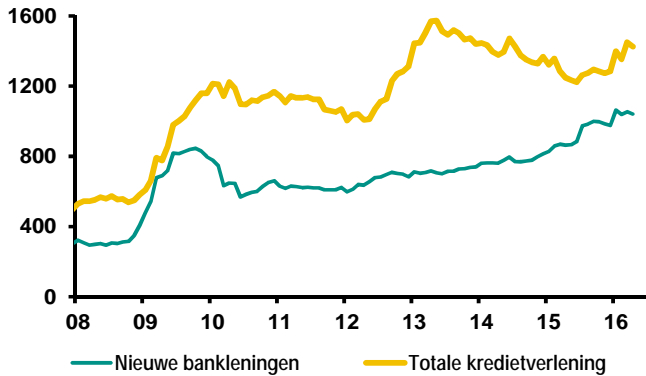
### Na een scherpe versnelling gaat de kredietgroei weer afkoelen

De totale kredietverlening koelde in 2013 en 2014 duidelijk af. Dat kwam omdat de autoriteiten in deze periode streng optraden tegen vormen van schaduwbankieren. De sterke opleving van de kredietverlening in de loop van 2015 wijst erop dat schaduwbankieren echter weer een vlucht heeft genomen. Onlangs heeft Beijing de teugels dan

ook weer aangehaald. Ook de groei van de geldhoeveelheid (M2) is in de tweede helft van 2015 versneld en pas in de afgelopen maanden weer wat afgekoeld.

### Schaduwbankieren weer onder de aandacht

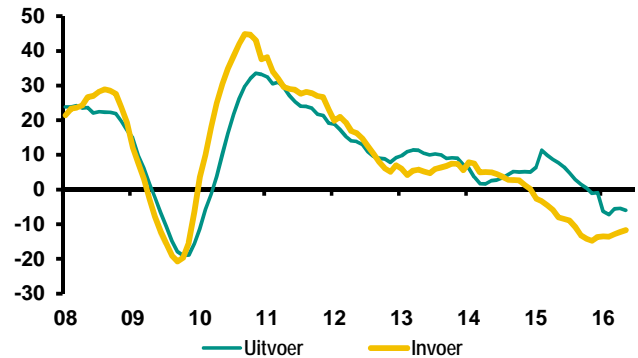
CNY miljard, 12-maands voortschrijdend gemiddelde



Bron: Thomson Reuters Datastream

### Invoer en uitvoer herstellen zich

% j-o-j, 12 maands voortschrijdend gemiddelde



Bron: Thomson Reuters Datastream

### Handelsdata wijzen ook op stabilisatie ...

Hoewel China's groeivertraging in 2015 geleidelijk bleef verlopen, voelde de rest van de wereld de transitie van het land wel degelijk. De Chinese invoer kromp vorig jaar namelijk met 15% in waardetermen. Gelukkig wijzen de recente handelscijfers op een stabilisatie. In mei viel de contractie van de invoer (-0,4% j-o-j) terug tot het laagste niveau sinds eind 2014. Dit is overeenkomstig onze verwachting dat de Chinese invoer dit jaar zal stabiliseren. Ook de invoervolumes van enkele belangrijke grondstoffen, waaronder ijzererts, herstellen zich, hoewel strategisch aankoopgedrag tot volatiliteit kan leiden. Hoewel de uitvoer in mei teleurstelde (-4,1% j-o-j), lijkt – als we door de maandelijkse volatiliteit heen kijken – ook hier sprake van stabilisatie.

### ... evenals de laatste cijfers over de deviezenreserves

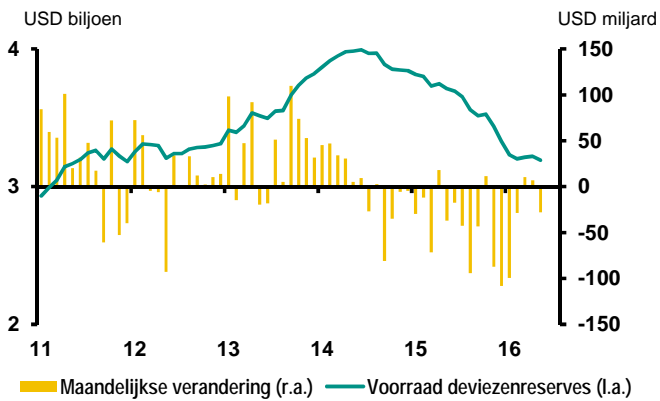
Ook de deviezenreserves lijken te stabiliseren, wat helpt om zorgen over een harde landing te verminderen. In mei daalden deze reserves met USD 28 miljard tot USD 3192 miljard. Indien we rekening houden met waarderingseffecten, bleven de reserves zelfs min of meer ongewijzigd ten opzichte van april. Dat is veelbelovend, zeker als je bedenkt dat de dollar in mei sterker werd, omdat markten weer meer renteverhogingen door de Fed gingen inprijzen. Dit geeft aan dat de kapitaaluitstroom zelfs in turbulenteren tijden gematigd blijft. Volgens ons inziens is dat te danken aan de verbeterde beleidscommunicatie en andere maatregelen, waarmee markten duidelijk werd gemaakt dat een scherpe yuandepreciatie onwaarschijnlijk is. We denken dan ook dat de sterke kapitaaluitvoer van eind 2015/begin 2016 niet herhaald zal worden en verwachten slechts een beperkte depreciatie van de yuan ten opzichte van de dollar dit jaar.

### Deflatiedruk blijft afnemen

Door een sterke stijging van voedselprijzen was het inflatietempo in de periode februari-april van dit jaar opgelopen tot 2,3% j-o-j. In mei viel de inflatie terug tot 2,0%, als gevolg van de correctie in voedselprijzen. Deze ontwikkeling sluit aan bij onze jaarraming van 2%. De kerninflatie (1,6% j-o-j) bleef ongeveer gelijk en beweegt al enkele jaren nauwelijks. De meest opvallende ontwikkelingen op het prijzenfront blijft de verdere daling van de deflatiedruk in de industrie. Producentenprijzen daalden nog maar met 2,8% in

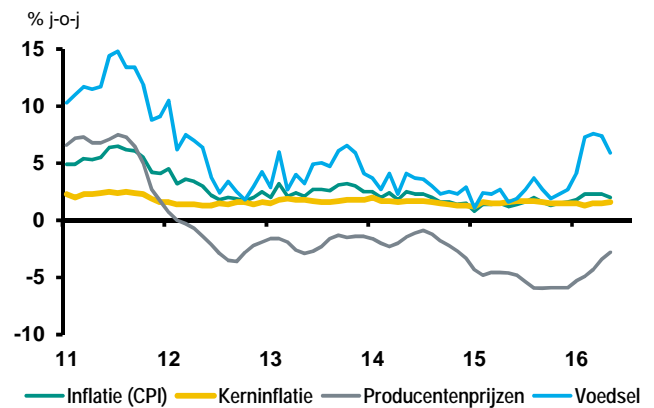
mei, het laagste niveau van deflatie sinds december 2014. Dit komt vooral door de opwaartse correctie van grondstoffenprijzen, al spelen mogelijk ook de pogingen om de overcapaciteit te reduceren een rol. Het afzwakken van de deflatoire druk lijkt ook bij te dragen aan een verbetering van de industriële winstgevendheid in de afgelopen maanden.

#### Deviezenreserves stabiel, kapitaaluitstroom afgenomen



Bron: Thomson Reuters Datastream

#### Deflatiedruk blijft afnemen



Bron: Thomson Reuters Datastream

### Gerichte stimulus en gerichte verkrapping

Zoals we in eerdere rapporten aangaven is de focus van het Chinese stimuleringsbeleid geleidelijk verschoven van het monetaire naar het budgettaire terrein. Dit werd nog eens bevestigd tijdens de presentatie van het 13<sup>e</sup> Vijfjarenplan in maart. We verwachten dat Beijing doorgaat met stimulus via de begroting (we ramen een stijging van het begrotingstekort naar 4% van het BBP dit jaar). Verder is Beijing voorzichtiger geworden wat betreft de timing en vorm van monetaire verruiming, gegeven onzekerheden rond de wisselkoers en kapitaalstromen. Zoals we in onze vorige China Watch, *Schuldenberg onder de loep* meldden, hebben we onze verwachtingen inzake een verdere monetaire versoepeling in 2016 naar beneden bijgesteld. Eén en ander zal natuurlijk ook afhangen van wat er gebeurt met de Amerikaanse economie en met de beleidsrente van de Fed. Verder zal de centrale bank doorgaan met het verschaffen van liquiditeit via speciale leenfaciliteiten. Tegelijkertijd zijn er signalen dat de autoriteiten maatregelen nemen om schaduwbankieren aan te pakken en de kredietgroei te beteugelen. Al met al lijkt het erop dat Beijing weer voor een beleidsmix van 'gerichte stimulus en gerichte verkrapping' kiest.

### Conclusie

Wij denken nog steeds dat China's groeivertraging in de komende jaren geleidelijk blijft verlopen, omdat de autoriteiten extra stimulus zullen blijven verschaffen om een harde landing te voorkomen. De verschuiving van industrie/investeringen naar diensten/consumptie is onderweg. De transitie van China zal echter schoksgewijs blijven verlopen en is omgeven met risico's, voortvloeiend uit de hoge en nog stijgende schuld niveaus, overcapaciteit, geleidelijke financiële liberalisatie, mogelijke stress in de financiële sector en geopolitieke kwesties. China heeft wel vooruitgang geboekt met bepaalde hervormingen (deregulering, financiële liberalisatie, begroting) en heeft stappen gezet om de overcapaciteit terug te brengen. In praktijk blijken de maatregelen gericht op kortetermijn stabilisatie soms te botsen met lange-termijn hervormingsdoelen. Er is absoluut nog geen begin gemaakt met de gewenste schuldreductie, integendeel! Een risicomitigerende factor hierbij is dat de buitenlandse schuld van China relatief gering is,

waardoor de schuldenkwesitie vooral een binnenlands, langere-termijn probleem is. De autoriteiten hebben dan ook nog tijd om een geleidelijke en enigszins orderlijke schuldreductie te regisseren. Al met al blijft een verstandige beleidsmix en een verbetering van de beleidscommunicatie cruciaal voor China om de transitie in goede banen te kunnen leiden. Ook het IMF wees deze week nog op het belang hiervan. Er is dan ook geen reden tot zelfgenoegzaamheid.

#### 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	2.0
Overheidssaldo (% BBP)	-1.9	-1.8	-3.5	-4.0	-4.0
Overheidsschuld (% BBP)	14.7	14.9	18.9	23.3	27.7
Lopende rekening (% BBP)	1.6	2.1	3.0	3.0	2.5
Investeringsquote (% BBP)	45	44	41	40	39
Spaarquote (% BBP)	48.0	48.0	46.2	44.5	42.8
USD/CNH (ultimo)	6.10	6.12	6.49	6.7	6.8
EUR/CNH (ultimo)	8.41	7.40	7.05	7.7	7.8

*Groei, inflatie, overheidssaldo en lop. rekening voor 2016 en 2017 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 op 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 directeurs, 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