

21 december 2016

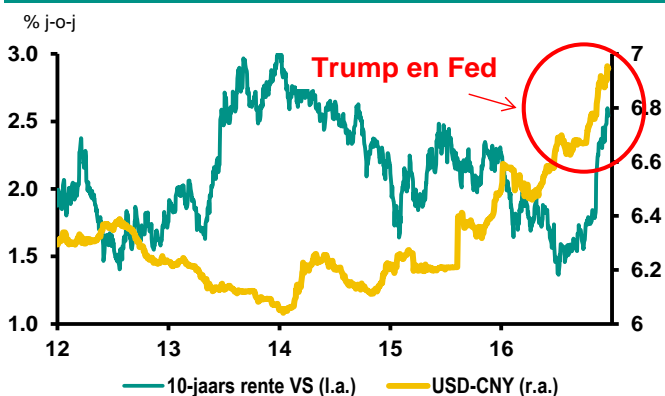
Externe risico's nemen toe met Trump

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

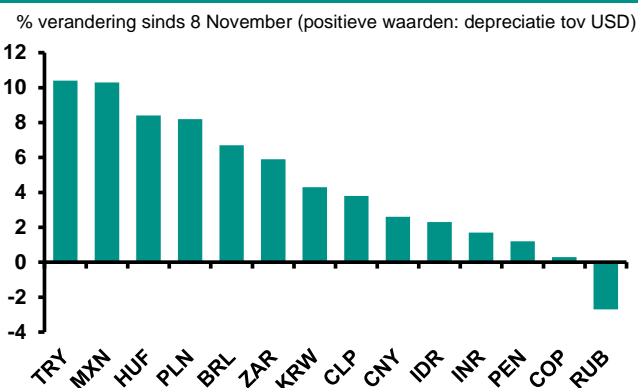
- ‘Trump tantrum’ en Fed voeden verdere yuandepreciatie ...
- ... en druk op deviezenreserves bij een toename van de kapitaaluitstroom
- We verwachten dat yuandepreciatie ten opzichte van dollar geleidelijk blijft
- Laatste macro-indicatoren wijzen op een solide economische groei ...,
- ... al zal de correctie van de vastgoedmarkt voor tegenwind zorgen
- Zachte landing zet door, maar externe risico's stijgen met Trump als president

De overwinning van Trump vestigt de aandacht op China's externe risico's

In onze eind vorige maand gepubliceerde [Visie op China, Zachte landing zet door in 2017-2018](#), legden we uit waarom we verwachten dat China's geleidelijke groeivertraging doorzet in 2017-18. We voegden daaraan toe dat we ervan uitgaan dat de transitie risicovol is en schoksgewijs blijft verlopen. China is immers onderhevig aan enkele serieuze macro-financiële en geopolitieke risico's, die na de Amerikaanse presidentsverkiezingen nog zijn toegenomen. We gaven dan ook de waarschuwing af dat de financiële markten in 2017-18 van tijd tot tijd opgeschrikt zullen worden door ontwikkelingen in China en door wijzigingen in de relatie met de VS. Enkele recente ontwikkelingen zijn hiervan een voorbode. Nog voor zijn inauguratie op 20 januari is de relatie tussen toekomstig president Trump en Beijing al enkele malen op de proef gesteld (o.a. telefoongesprek met Taiwan, Amerikaanse drone). Beleggers kijken daarom extra kritisch naar, bijvoorbeeld, het verloop van de wisselkoers en de kapitaalstromen, ondanks een verbeterend macrobeeld.

Yuan onder druk na winst Trump en voorzichtiger Fed


Bron: Thomson Reuters Datastream

... maar depreciatie valt in relatief opzicht wel mee


Bron: Thomson Reuters Datastream

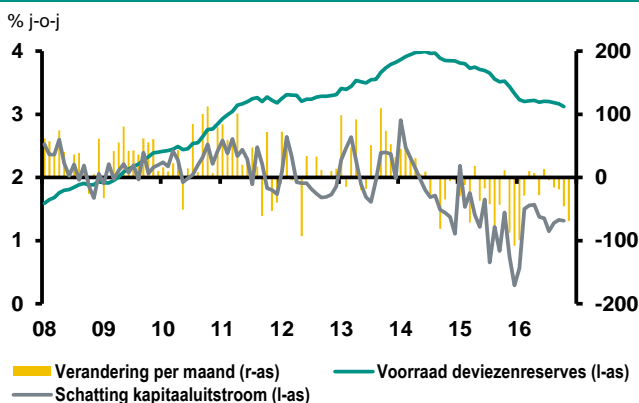
Winst Trump en een voorzichtiger Fed leiden tot verdere yuandepreciatie ...

De druk op de yuan is toegenomen na de winst van Trump in de Amerikaanse presidentsverkiezingen. De financiële markten prijzen *Trumpflatie* (hogere groei en inflatie VS) in en dat leidt tot hogere kapitaalmarktrentes in de VS en een sterkere dollar. Ook de toon van de Fed is meer *hawkish* geworden (de Fed is meer op inflatierisico's gaan wijzen). De Fed verwacht nu drie in plaats van twee renteverhogingen in 2017, overeenkomstige onze visie. Al met al is de yuan sinds 8 november met ruim 2,5% ten opzichte van de dollar verzwakt. Ten opzichte van de valuta's van andere opkomende landen valt dat nogal mee. Maar als we de ontwikkelingen over geheel 2016 bekijken dan is de yuan juist relatief sterk gedeprimeerd ten opzichte van de dollar, met circa 7%. Eind 2015 hebben de autoriteiten het wisselkoersregime gewijzigd door de informele koppeling aan de dollar te vervangen door een informele koppeling aan een bredere wisselkoersmand. Tegen deze achtergrond heeft de centrale bank de ruimte gegrepen om de yuan geleidelijk te laten verzwakken versus de dollar, om daarmee de externe concurrentiekracht van China te versterken. Dat is niet zo vreemd als je bedenkt dat de yuan in de jaren daarvoor juist in reëel effectieve termen behoorlijk is geapprecieerd, mede vanwege deze informele koppeling aan de dollar.

... en druk op de deviezenreserves bij een toename van de kapitaaluitvoer

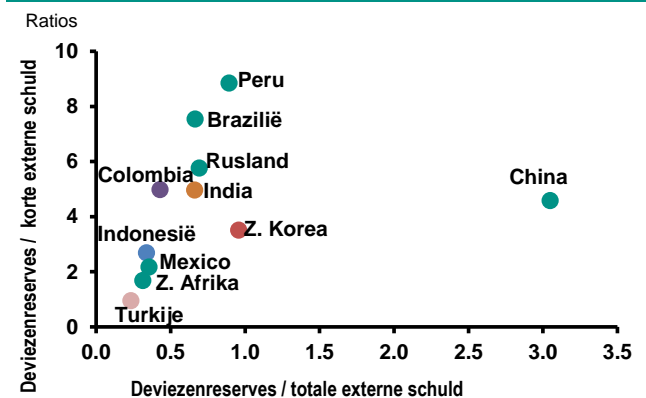
Volgend op de verschuivingen in mondiale beleggingsportefeuilles na de winst van Trump en toenemende verwachtingen van een yuandepreciatie ten opzichte van de dollar zijn China's deviezenreserves verder afgenomen, tot USD 3,05 biljoen in november. Dat was het laagste niveau sinds maart 2011. Daarmee komt het psychologisch belangrijke niveau van USD 3 biljoen weer in zicht. De maandelijkse afname van de deviezenreserves nam in november toe tot USD 69 miljard, al bleef deze daarmee nog achter bij het gemiddelde in de turbulente periode van eind 2015/begin 2016. De helft van deze afname wordt echter toegeschreven aan waarderingseffecten, omdat de sterkere dollar tot een waarde-daling leidt van de niet in dollars luidende reserves. Deze afname weerspiegelt echter ook de valuta-interventies door de centrale bank en een toename van de kapitaal-uitstroom. Volgens schattingen van het IMF¹ kan de kapitaaluitstroom in november zijn toegenomen tot circa USD 115 miljard (inclusief waarderingseffecten). Dat is vergelijkbaar met het niveau dat te zien was tijdens de ad hoc yuandevaluatie in augustus 2015.

Deviezenreserves dalen naar laagste niveau sinds 2011



Bron: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

... maar zijn relatief nog steeds zeer omvangrijk



Bron: EIU

¹ International Institute of Finance, *China Spotlight: PBOC's Epic Battle Over Capital Outflows*, 12 december 2016.

Centrale bank scherpt kapitaalcontroles aan

In de afgelopen weken is de vrees toegenomen dat de kapitaalstroom vanuit China volgend jaar fors zal blijven of wellicht nog zal toenemen. Dat houdt niet alleen verband met de aanhoudende yuandepreciatie en stijgende beleids- en kapitaalmarktrentes in de VS. Het heeft ook te maken met de herziening van de valutaquota voor huishoudens per 1 januari en met de extra vraag naar vreemde valuta tijdens de viering van het Chinese nieuwjaar eind januari. Natuurlijk spelen hierbij ook het risico van een protectionistisch beleid in de VS (dat zou de Chinese uitvoer kunnen raken, hoewel wij geen grootscheepse handelsoorlog verwachten) en agressieve tweets van de aanstaande Amerikaanse president een rol. De vrees hangt ook samen met het feit dat Beijing besloten heeft om nu in te grijpen en de kapitaalcontroles aan te scherpen. Volgens het IIF hebben de autoriteiten maatregelen genomen om *short selling* op *offshore* markten te beperken. Ook zijn restricties opgelegd aan uitgaande investeringen groter dan vijf miljoen dollar. De overname van buitenlandse activa in sectoren behalve de industrie (zoals onroerend goed) wordt opgeschort. Sommige multinationale ondernemingen die actief zijn in China, zouden inmiddels last van de restricties ondervinden in de mobiliteit van werkkapitaal. Het is opmerkelijk dat deze kapitaalcontroles zijn ingevoerd vlak na de formele toetreding van de yuan tot de SDR-mand van het IMF per 1 oktober jl.

Wat valt er in 2017 te verwachten van kapitaalstromen en de wisselkoers?

Een belangrijke vraag is wat er volgend jaar te verwachten valt op het vlak van kapitaalstromen en de wisselkoers. Er blijft veel onzekerheid bestaan, zeker bij het presidentschap van Trump. Gelet op de ontwikkelingsfase waarin China verkeert en het tot dusverre nogal gesloten kapitaalregime, is het op zich logisch dat Chinese bedrijven, beleggers en huishoudens internationaal willen diversifiëren. Al met al blijft het risico bestaan dat de kapitaaluitstroom de komende tijd aanzienlijk blijft. We gaan er echter nog steeds van uit dat Beijing de wil en de instrumenten heeft om de regie te kunnen blijven behouden. Ook gaan we ervan uit dat de autoriteiten een forse waardedaling van de yuan ten opzichte van de dollar (binnen het regime van een informele koppeling aan een bredere valutamand) willen vermijden, om de volgende redenen:

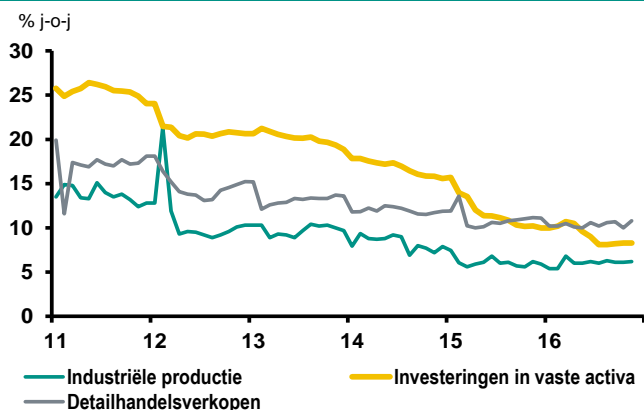
- 1) Een te forse yuandepreciatie ten opzichte van de dollar kan contraproductief uitpakken, omdat deze tot extra kapitaaluitstroom kan leiden en de relatie met de VS op scherp kan zetten;
- 2) De externe buffers van China zijn nog altijd zeer sterk. Hoewel de deviezenreserves ten opzichte van de piek in juni 2014 met bijna 25% zijn afgenomen, blijven ze relatief zeer omvangrijk. De deviezenreserves dekken driemaal de totale buitenlandse schuld, bijna vijfmaal de kortlopende buitenlandse schuld en bijna zestien maanden invoer;
- 3) China's externe positie wordt ook versterkt door het feit dat de lopende rekening naar verwachting in de komende jaren een behoorlijk overschot blijft vertonen (circa 2,5% van het BBP);
- 4) Beijing heeft al duidelijk gemaakt de 'onmogelijke drie-eenheid' (of *Trilemma*: een land kan niet én een vaste wisselkoers hebben én volledig vrij kapitaalverkeer én een onafhankelijk monetair beleid) niet op te lossen door de yuan vrij te laten zweven. In plaats daarvan zullen de autoriteiten indien nodig de kapitaalrestricties verder aanscherpen. Het is de vraag of deze op de langere termijn effectief blijven, maar op de korte termijn kunnen ze toch tot enige stabilisatie leiden.

Vooralsnog houden we vast aan onze voorspelling voor de koers van de yuan ten opzichte van de dollar van 7.15 per eind 2017, met een correctie naar 7,10 per eind 2018. We zullen deze voorspellingen aan het begin van volgend jaar echter evalueren.

Ondertussen wijzen de laatste macrocijfers op een solide groei ...

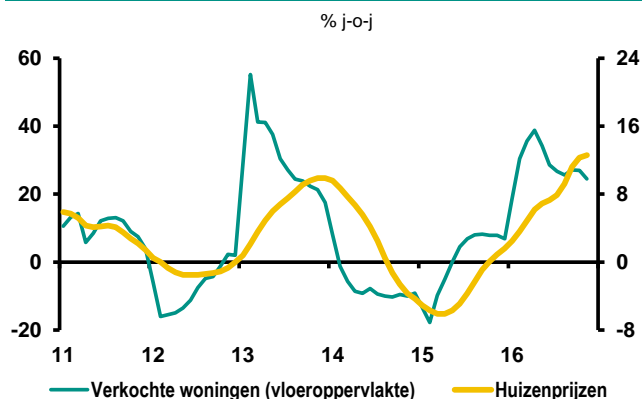
Intussen wijzen de macrocijfers voor november juist op een wat sterker groei-momentum. De begin december gepubliceerde inkoopmanagersindices verbeterden over het algemeen. Ook andere macrocijfers wijzen in die richting. De groei van de detailhandelsverkopten klom naar een elfmaands hoogtepunt van 10,8% j-o-j, na een dip (10%) in oktober. De groei van de industriële productie trok iets aan, naar 6,2% j-o-j. De groei van de investeringen in vaste activa bleef evenals in oktober 8,3% j-o-j, maar deze is in de afgelopen maanden duidelijk gestabiliseerd ten opzichte van de aanhoudende vertraging sinds 2009. Een goed teken is dat de particuliere investeringen weer wat herstellen (de groei bereikte een zesmaands hoogtepunt van 3,1% j-o-j), maar deze blijven nog wel ver achter bij de staatsgeleide investeringen. Verder laat vooral de invoer maar ook de uitvoer tekenen van herstel zien. De inflatie (CPI) is toegenomen tot 2,3% j-o-j. De producentenprijnsinflatie klom naar een vijfjaars hoogtepunt van 3,3% j-o-j en dit ondersteunt het herstel van de winstgevendheid in de industrie. Al met al steeg Bloombergs raming voor de BBP-groei iets tot 7,04% j-o-j (oktober: 6,95%) en deze blijft daarmee duidelijk boven de officiële groei van 6,7% in de eerste drie kwartalen van dit jaar.

Groei vertraging investeringen in vaste activa ten einde



Bron: Thomson Reuters Datastream

Er zit een correctie van de vastgoedmarkt aan te komen



Bron: Thomson Reuters Datastream

... al zal de aankomende correctie van de vastgoedmarkt voor tegenwind zorgen

Nu de economie is gestabiliseerd, heeft de overheid het aangedurfd om stappen te zetten gericht op het reduceren van financiële-stabiliteitsrisico's. Zo zijn (behalve het inperken van de kapitaaluitstroom) maatregelen genomen om schaduwbankieren en de activiteiten van instellingen met een sterke hefboomwerking te beteugelen en om de oververhitte huizenmarkten af te koelen. Ten aanzien van de huizenmarkt hebben lokale overheden in steden/regio's waar sprake is van oververhitting de regelgeving aangescherpt, niet alleen voor huizenkopers maar ook voor vastgoedontwikkelaars. Dat heeft geleid tot een vertraging in de groei van woninghypotheken en heeft ook invloed gehad op de financieringsmogelijkheden voor ontwikkelaars. Daarmee leiden dit soort maatregelen tot een correctie in de vastgoedsector. Deze zal in de komende maanden waarschijnlijk voor economische tegenwind zal zorgen.

Werkprogramma voor 2017 bevat weinig verrassingen

In de afgelopen week gehouden *Central Economic Work Conference* (CEWC) is de beleidsagenda voor 2017 opgesteld. De uitkomsten sluiten vrij goed aan bij ons basis-scenario. In het politiek belangrijke jaar 2017, waarin een aantal wisselingen in het belangrijkste comité van de communistische partij zal plaatsvinden, zal Beijing vooral gespitst zijn op economische stabiliteit. Onze groeiraming voor 2017 van 6,5% lijkt in overeenstemming met de recente communicatie vanuit de overheid, al wordt de formele groeidoelstelling zoals gebruikelijk pas in maart 2017 vastgesteld ten tijde van het Nationale Volkscongres. Op het vlak van het macro-economisch beleid zal de verschuiving van monetaire stimulus naar stimulus via de begroting doorzetten. De autoriteiten maken ook duidelijk te blijven streven naar een stabiele wisselkoers, hoewel dat ten tijde van dollarsterkte tot een geleidelijke depreciatie van de yuan ten opzichte van de dollar kan leiden. Het persbericht van het CEWC wijst ook op een scherpere aanpak ter beteugeling van financiële risico's. Ook wordt een intensivering van hervormingen aan de aanbodzijde genoemd. Denk aan de aanhoudende reductie van overcapaciteit in bijvoorbeeld kolen- en staalsectoren, het opschonen van zombie-bedrijven, de hervorming van staatsbedrijven en het stimuleren van particuliere investeringen.

Tot slot

We verwachten dat China's zachte landing doorzet in 2017-18. De externe risico's (valuta, kapitaaluitstroom, handel) zijn echter toegenomen met de overwinning van Trump. Daarmee wordt de lijst van serieuze macro-financiële (hoge en toenemende schuld, slechte leningen, overcapaciteit, schaduwbankieren, zeepbellen in de vastgoedmarkt) en geopolitieke risico's nog indrukwekkender. Hoewel we binnen onze voorspelhorizon van twee jaar geen harde landing verwachten, zal China's transitie risicovol en schoksgewijs blijven verlopen. En hoewel we in ons VS-scenario uitgaan van een 'gematigde Trump', die niet uit is op een grootschalige handelsoorlog, zullen we de relatie tussen China en de VS nauwgezet in de gaten blijven houden.

Hoofdindicatoren economie China

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
BBP (% j-o-j)	7.3	6.9	6.7	6.5	6.0
Inflatie (% j-o-j)	2.1	1.5	2.0	2.0	2.0
Overheidssaldo (% BBP)	-1.8	-3.4	-4.0	-4.0	-4.0
Overheidsschuld (% BBP)	14.8	15.3	20.0	24.8	30.0
Lopende rekening (% BBP)	2.6	3.0	2.5	2.5	2.5
Investeringsquote (% BBP)	45	43	43	42	40
Spaarquote (% BBP)	49.4	47.9	46.3	44.8	43.0
USD/CNH (ultimo)	6.12	6.49	6.90	7.2	7.1
EUR/CNH (ultimo)	7.40	7.05	7.59	7.9	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 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