

China Focus

Economisch Bureau
EM & Commodities

14 juni 2019

Groeiramingen iets omlaag door handelsconflict

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

- Ons basisscenario is wat negatiever geworden t.a.v. het handelsconflict
- Daarom zijn onze groeiramingen voor China iets verlaagd ...,
- ... hoewel we meer stimulus verwachten die de schade beperkt
- Macrodata over mei: gemengd beeld, maar per saldo niet gunstig
- Handelsconflict belangrijkste oorzaak voor groeidaling uitvoer en invoer
- Ook onze ramingen voor de Chinese yuan zijn iets bijgesteld

Nu de VS haar houding versus China lijkt te hebben verhard ...

In de afgelopen weken zijn de spanningen tussen de VS en China op het vlak van onder andere handel en technologie weer toegenomen (zie ook onze vorige China Focus, [Oeps, nu doet hij het weer](#)). Het lijkt er vooralsnog op dat president Trump nu wat minder bezorgd is over marktreacties op zijn handelsbeleid en dat de Amerikaanse overheid op dit vlak standvastiger is geworden. Overigens zijn we er steeds van uitgegaan dat strategische spanningen tussen de VS en China – vooral op technologievlak – nog jaren zullen voortduren, zelfs als er een overeenkomst wordt gesloten die het risico op een voortschrijdende spiraal van invoertarieven beperkt. Het blijft afwachten of Trump en Xi elkaar zullen ontmoeten tijdens de G20-top in Japan en zo ja, of zij erin slagen om de gemoederen enigszins te bedaren (zoals eind 2018 het geval was).

Chinese aandelenmarkt onderuit na re-escalatie conflict

Shanghai Shenzhen CSI 300 index



Bron: Bloomberg

Zwakke yuan beperkt vergeleken met 2^e helft 2018

CNY per USD



Bron: Bloomberg

... is ons basisscenario wat negatiever geworden wat betreft het handelsconflict

Gelet op de recente ontwikkelingen heeft het Economisch Bureau van ABN AMRO haar basisscenario in negatieve zin aangepast (voorheen dichtten we al een hoge waarschijn-

lijkheid toe aan dit negatieve scenario). We verwachten nu dat de escalatie van het conflict tussen de VS en China en mogelijk andere landen nog wel even doorgaat. De onzekerheid blijft daarmee hoog. Overigens kunnen we hieromtrent geen *'high conviction view'* hebben, mede omdat de regering-Trump juist wordt gekenmerkt door abrupte koerswendingen. Toch hebben we al met al onze mondiale groeiramingen verlaagd. De directe effecten van hogere invoertarieven worden versterkt door indirecte effecten op het ondernemersvertrouwen en de financiële condities. Ons basisscenario veronderstelt wel een mondiale verruiming van het monetaire beleid. Daarmee zou de basis moeten worden gelegd voor een wereldwijd groeierstel in de tweede helft van volgend jaar (zie [hier](#) voor meer achtergronden over wijzigingen van onze ramingen).

Onze groeiramingen voor China voor 2019 en 2020 zijn daarom iets verlaagd

Wat China betreft gaan we er nu in ons basisscenario vanuit dat de VS de basis waarover tarieven worden geheven uitbreidt tot alle invoer uit China. Dat betekent dat deze grondslag meer dan verdubbelt, van USD 250 mld naar ruim USD 500 mld. In onze vorige China Focus schatten we een negatief effect hiervan op de bbb-groei in de orde van grootte van 1,0-1,5 ppt. Daarbij werd wel de kanttekening geplaatst dat dit een ruwe schatting is, mede omdat geen rekening wordt gehouden met beleidsaanpassingen. En inderdaad: we denken dat de Chinese autoriteiten meer stimulerende maatregelen zullen nemen om het grotere effect van het handelsconflict te compenseren (zie hierna). Daarom hebben we per saldo onze groeiramingen voor China voor 2019-20 slechts beperkt verlaagd, respectievelijk tot 6,2% (was 6,3%) en 5,8% (was 6,0%). Wel blijven de industrie en de handel onderhevig aan neerwaartse risico's vanuit het conflict met de VS. Overigens: na deze aanpassing zijn de risico's rondom onze groeivoorspellingen nu weer meer in balans (eerder waren ze vooral neerwaarts). Mocht de relatie tussen de VS en China verbeteren dan verhogen we onze groeiramingen mogelijk weer.

Meer stimulus verwacht

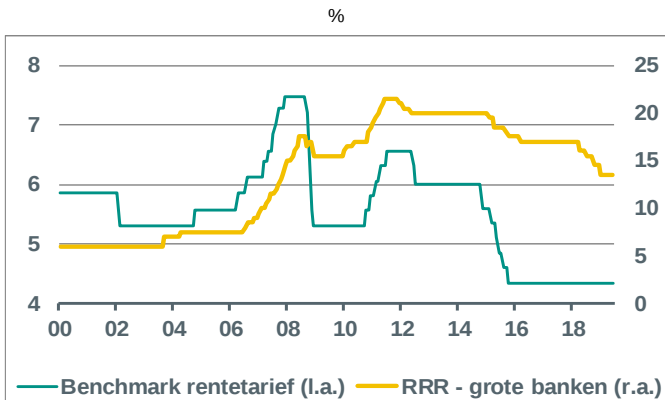
Sinds medio 2018 heeft Beijing het macro-economische beleid verlegd van gerichte verkrapping (*financial deleveraging*) naar gerichte verruiming. De beleidsmakers deden dat omdat de tegenwind die het handelsconflict veroorzaakte samen met de effecten van het eerdere verkrappende beleid tot een te sterke afkoeling van de groei leidde. Op monetair vlak hebben de autoriteiten 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. 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. Bij dit alles koos Beijing voor een stapsgewijze versoepeling van het beleid en niet voor een *big bang*-benadering. Een agressieve verruiming zou immers botsen met de lange-termijndoelstelling van het stabiliseren van schuldverhoudingen en was ook niet echt nodig.

Beleid van gerichte verruiming gaat door ...

De Chinese autoriteiten zullen wel doorgaan met hun beleid van gerichte monetaire en budgettaire verruiming, met speciale aandacht voor particuliere bedrijven en sectoren die het zwaarst worden geraakt door de Amerikaanse invoertarieven. De kredietgroei is dit jaar wat versneld ten opzichte van de voorafgaande jaren (ook de groei van M1 neemt weer wat toe). In de afgelopen weken heeft de PBoC extra liquiditeit in het bankwezen gepompt. Dat was vooral gericht op het stabiliseren van de geldmarkten, nadat de

interbancaire rentes opliepen toen de overheid ingreep bij een kleine regionale bank (Baoshang Bank gevestigd in Binnen-Mongolië). Op begrotingsvlak versoepelde Beijing deze week de regels voor het aanwenden van middelen door lagere overheden verkregen uit de uitgifte van speciale obligaties. Met deze stap wordt een verdere groeiversnelling van de investeringen in de infrastructuur beoogd.

We verwachten wat meer generieke stimulering



Bron: Thomson Reuters Datastream

Groei kredietverlening vertoont opleving dit jaar



Bron: Bloomberg

... maar we verwachten nu ook wat meer generieke maatregelen

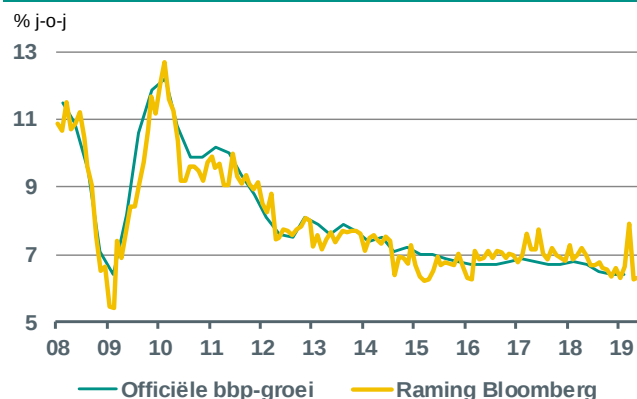
Ervan uitgaande dat de VS de invoertarieven verder opvoert, moet Beijing mogelijk meer doen ter compensatie. Onlangs verklaarde centralebankpresident Yi Gang nog dat China forse ruimte heeft om het beleid te versoepelen. De autoriteiten zijn pragmatisch en bereid om beleidsprioriteiten aan te passen als de omstandigheden daarom vragen. Zij zullen macro-economische stabilisatie hoger op hun lijstje zetten, terwijl *financial deleveraging* even minder prioriteit krijgt. We denken nog steeds niet dat ze voor een agressieve verruiming zullen gaan. Wel zullen ze wat meer generieke stimuleringsmaatregelen toepassen. De PBoC heeft het centrale beleidstarief (*one-year lending rate*) al sinds 2015 ongewijzigd gelaten, omdat de centrale bank een verlaging van dit tarief niet vond passen bij het beleid van schuldvermindering. We denken nu dat de PBoC dit tarief dit jaar met 25 bp zal verlagen en volgend jaar nog eens met 25 bp. Ook is het waarschijnlijk dat de PBoC de bancaire reserve-eisen wat sterker versoepelt dan eerder gedacht: we verwachten in 2019-20 nu een additionele verlaging met 250 bp (was 150 bp).

Macro-data over mei: gemengd beeld, maar per saldo niet gunstig

De macro-data over mei schetsen per saldo geen gunstig beeld. De officiële PMI's waren stabiel ten opzichte van april, maar de PMI's van Caixin waren duidelijk zwakker. De uitvoergroei was iets beter dan verwacht, maar de invoergroei viel tegen (zie hierna). De groei van de detailhandelsverkoop overtrof de verwachtingen: een stijging naar 8,6% j-o-j (consensus: 8,1%) na een dip van 7,2% in april. De investeringsgroei daalde echter naar een achttmaands dieptepunt van 5,6% j-o-j (consensus/april: 6,1%). Zowel de particuliere als de publieke investeringen vertraagden. Ook de groei van de industriële productie koelde af naar 5,0% j-o-j, het zwakste tempo sinds 1991 (consensus/april: 5,4%). De nieuwe kredietverlening nam wat toe ten opzichte van april, maar minder dan verwacht. De inflatie liep ook iets op (tot 2,7% j-o-j, april: 2,5%). Dat kwam vooral door de varkenspest, die de voedselprijzen omhoog jaagt. De producentenprijsinflatie zwakte iets af (tot

0,6% j-o-j versus 0,9% in april). De maandelijkse bbp-groeiraming van Bloomberg voor mei kwam uit op 6,3% j-o-j, vergelijkbaar met het cijfer voor april.

Bbp-groeiraming Bloomberg stabiel in mei



Bron: Bloomberg

Macro data over mei per saldo ongunstig



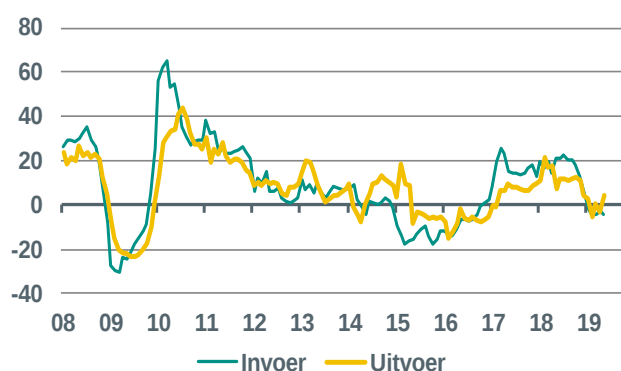
Bron: Thomson Reuters Datastream

Handelsconflict belangrijkste oorzaak voor groeidaling uitvoer ...

De groei van de Chinese in- en uitvoer is sinds eind 2018 sterk vertraagd. Volgens ons komt dat vooral door de escalatie van het conflict tussen China en de VS en door de terugval nadat eerder handelsstromen naar voren zijn verschoven met het oog op dit conflict. Dit blijkt onder andere uit een ineenstorting van de handel tussen de VS en China. Overigens zijn de Chinese handelscijfers in het begin van het jaar notoir volatiel, omdat de *timing* van het Chinees nieuwjaar elk jaar verschuift. Daar doorheen kijkend: in de eerste vijf maanden van 2019 groeide de Chinese uitvoer in dollars met slechts 0,4% j-o-j, vergeleken met 13% in dezelfde periode van 2018. Dat past bij het algehele beeld van een afzwakkende wereldgroei en –handel, waarbij het handelsconflict waarschijnlijk begint door te werken op China-gerelateerde aanbodketens.

Groei uit- en invoer geraakt door handelsconflict

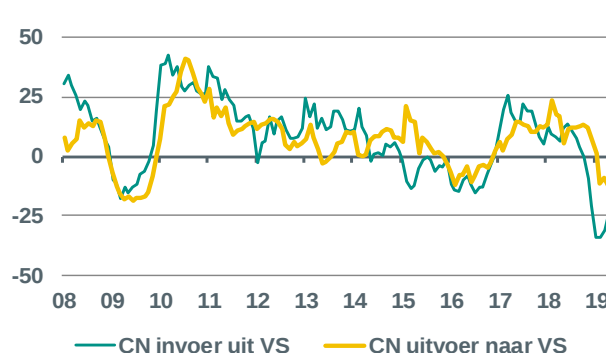
Waarden, USD, % j-o-j, 3 maands' voortschrijdend gemiddelde



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Handel tussen China en de VS stort ineen

Waarden, USD, % j-o-j, 3 maands' voortschrijdend gemiddelde



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

... en krimp invoer

Ondertussen kromp de Chinese uitvoer in dollars met 3,7% j-o-j in januari-mei, vergeleken met een groei van 21% in dezelfde periode een jaar eerder. Wellicht ligt het voor de hand om de invoervertraging toe te schrijven aan de verzwakking van de binnenlandse bestedingen. Echter, waarschijnlijk speelt het handelsconflict en het effect daarvan op de

uitvoer een grotere rol, mede omdat een aanzienlijk deel van de Chinese invoer sterk is gecorreleerd met de uitvoer. Prijseffecten spelen ook mee, omdat China veel grondstoffen importeert en de grondstofprijzen ook zijn geraakt door het handelsconflict en de vrees voor een mondiale groeivertraging.

Ook onze ramingen voor de Chinese yuan zijn iets bijgesteld

Vorig jaar hielp een yuandepreciatie van circa 10% ten opzichte van de dollar de effecten van hogere Amerikaanse invoertarieven te compenseren. Sinds het weer opklaaien van het conflict vorige maand blijft de verzwakking van de yuan echter beperkt, mede door toedoen van de Chinese autoriteiten. Vermeldenswaard is dat het Amerikaanse ministerie van Financiën in het recent verschenen halfjaarlijkse rapport over het wisselkoersbeleid van de belangrijkste handelspartners van de VS China weer niet als 'wisselkoersmanipulator' heeft bestempeld. We denken dat Beijing de yuankoers niet als wapen zal gebruiken in het conflict, mede omdat een sterke yuandepreciatie opnieuw een kapitaalvlucht kan veroorzaken (zoals het geval was in 2015-16). Toch stijgt de kans dat meer yuanzwakte wordt toegestaan als de VS de invoertarieven verder opvoert. We hebben onze ramingen voor de USD-CNY-koers per eind 2019 en eind 2020 iets aangepast, respectievelijk tot 6,90 en 6,70 (was in beide gevallen 6,60). Zie onze recent verschenen [FX Weekly](#) voor meer details over veranderingen in onze wisselkoersvoorspellingen.

Hoofdindicatoren economie China

	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Bbp (% j-o-j)	6.7	6.8	6.6	6.2	5.8
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	6.9	6.7
EUR/CNY (ultimo)	7.33	7.82	7.85	7.7	8.0

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

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 directieuren, 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