

Visie op China 2021

Arjen van Dijkhuizen, Senior Econoom

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

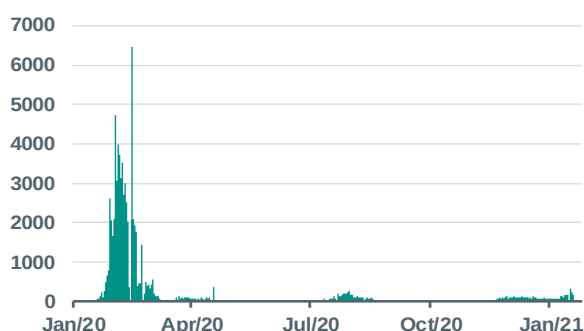
Onze tien vragen voor het Jaar van de Os

- ▶ China de enige belangrijke economie met positieve jaargroei in 2020 (2,3%)
- ▶ Beheersing pandemie belangrijkste verklaring voor China's sterke herstel van de covid-19-schok
- ▶ We hebben onze groeiraming voor 2021 verhoogd van 8,0% naar 8,5%
- ▶ Financiële stabiliteitsrisico's krijgen meer aandacht; geen scherpe draai in macrobeleid verwacht
- ▶ Spanningen met VS blijven onder Biden; kans op gerelateerde macro- of marktschokken kleiner

Op 12 februari 2021 begint het Chinese Jaar van de Os. De os is het tweede dier in de Chinese dierenriem en wordt geassocieerd met positieve eigenschappen zoals hardwerkend en eerlijk. Volgens deze horoscoop zijn mannen geboren in het Jaar van de Os betrouwbaar, maar als gevolg van hun zelfvertrouwen (neigend naar arrogantie) staan zij niemand toe tegen hun regels in te gaan. Ook zegt de horoscoop dat vrouwen geboren in het Jaar van de Os kalm en vriendelijk zijn en snel denken en reageren. In deze Visie op China 2021 poneren we tien vragen nu het Jaar van de Os nadert.

China's succes in het beheersen van de pandemie ...

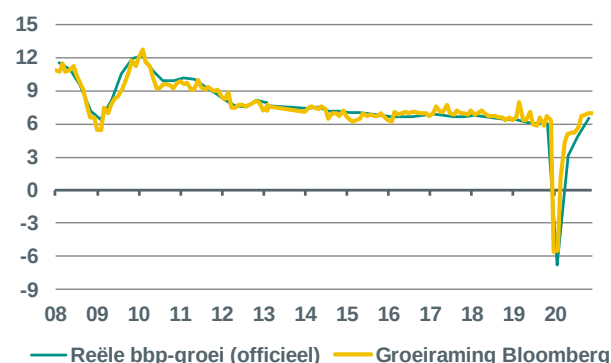
Aantal officiële covid-19-registraties per dag (exclusief correctie op 13 feb'20)



Bron: Bloomberg

... is de sleutelfactor achter het opmerkelijke herstel

% j-o-j



Bron: Bloomberg

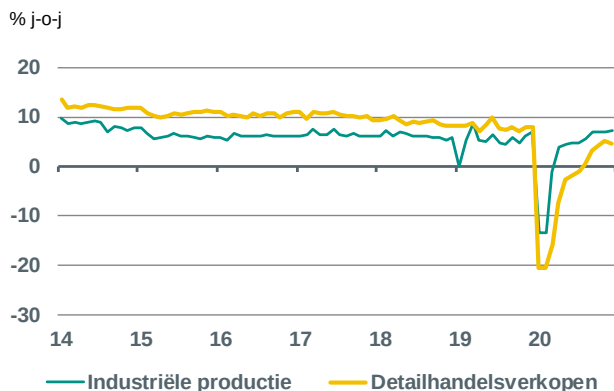
1. Terugblik op 2020: waarom herstelt China zoveel sneller van de covid-19-schok

Het covid-19-virus dook eind 2019 voor het eerst op in Wuhan en daarmee was China begin 2020 het eerste land dat met de economische gevolgen van de pandemie werd geconfronteerd. Een verlengde vakantie rond het Chinese nieuwjaar in januari/februari 2020 en daarmee samenhangende *lockdowns* en andere veiligheidsmaatregelen leidden tot een historische krimp van 6,8% j-o-j in het eerste kwartaal van 2020. China heeft echter een opmerkelijk herstel laten zien. Al in het tweede kwartaal van 2020 was er al weer sprake van positieve groei op jaarbasis (+3,2% j-o-j) en deze versnelde vervolgens naar 4,9% in het derde kwartaal en 6,5% in het vierde kwartaal. Daarmee was de groei in het

laatste kwartaal van 2020 zelfs hoger dan die in het laatste kwartaal van 2019 net voor de uitbraak van de pandemie (6,0%). Als gevolg van dit alles is China de enige belangrijke economie die in 2020 een positieve jaargroei kent (2,3%).

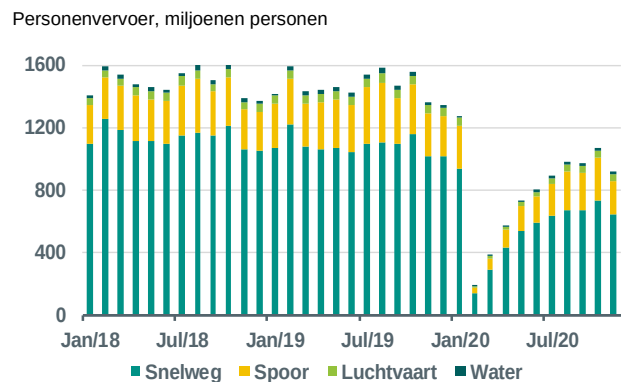
Deze *outperformance* leunt vooral op het feit dat China de pandemie relatief snel onder controle heeft gekregen. China's scherpe herstel van de covid-19-schok wordt vooral geleid door de industrie en de uitvoer. De industrie en de uitvoer hebben geprofiteerd van beleid gericht op de aanbodzijde. Hierdoor hadden Chinese bedrijven hun productieproces eerder op orde dan hun buitenlandse concurrenten. Ook werd geprofiteerd van de pandemie-specifieke vraag naar medische apparatuur en computerproducten (sectoren waarin China sterk is gepositioneerd). Ondertussen loopt het herstel van de particuliere consumptie achter. Vooral sectoren die gevoelig zijn voor *social distancing*, zoals personenvervoer en de horeca, hebben het nog zwaar. Al met al is er van de Chinese doelstelling om het aandeel van de consumptie in het bbp te verhogen (deze werd vorig jaar herbevestigd met het aannemen van de zogenoemde *dual circulation strategy*, zie vraag 7) weinig terechtgekomen in het pandemiejaar 2020.

Herstel consumptie blijft achterlopen ...,



Bron: Refinitiv

... vooral bij voor *social distancing* gevoelige sectoren



Bron: CEIC

2. Hoe belangrijk zijn ervaringen van het virus en het vaccinatieprogramma ?

Uiteraard heeft ook China te kampen met ervaringen van het virus na de eerste golf in het voorjaar van 2020. Tot dusverre zijn deze ervaringen echter gering, zowel in absoluut als relatief opzicht. Daarbij werden ze steeds onmiddellijk gevolgd door gerichte maatregelen waarmee besmetting werd tegengegaan. Als gevolg hiervan hebben dergelijke ervaringen in China tot dusverre veel minder effect gehad op het brede macro-economische herstel dan in andere landen. Toch hebben ze wel in zekere mate een rem gezet op het herstel van de particuliere consumptie.

Begin 2021 wordt China opnieuw met een ervaring van het virus geconfronteerd. Het aantal dagelijkse registraties van het covid-19-virus bereikte medio januari het hoogste punt in negen maanden, maar met 327 is dit nog altijd zeer laag in internationaal perspectief. De recente, besmettelijker variant van het virus (B.1.1.7) is ook in China ontdekt bij een coronapatiënt die uit het VK terugkeerde, maar het is niet bekend in welke mate deze variant een rol speelt bij de recente ervaring. Overigens heeft China zelf in 2020 ook de nodige mutaties van het virus meegemaakt. In elk geval hebben de betrokken autoriteiten opnieuw snel gereageerd, door nieuwe *lockdowns* in te stellen (geconcentreerd in het noordoosten), reisbeperkingen aan te scherpen en massaal te gaan testen. Deze beperkingen kunnen zeker van invloed zijn op het aantal Chinezen dat dit jaar gaat reizen gedurende de Nieuwjaarsvakantie in februari.

Verder hebben de autoriteiten in reactie op de ervaring van het virus hun vaccinatieprogramma versneld. Het streven is om voor de Nieuwjaarsvakantie 50 miljoen Chinezen (circa 3,5% van de bevolking) te hebben ingeënt. De volgorde van vaccineren lijkt op die van Nederland (al is het tempo hoger): eerst essentiële beroepen (zorgpersoneel), gevolgd door

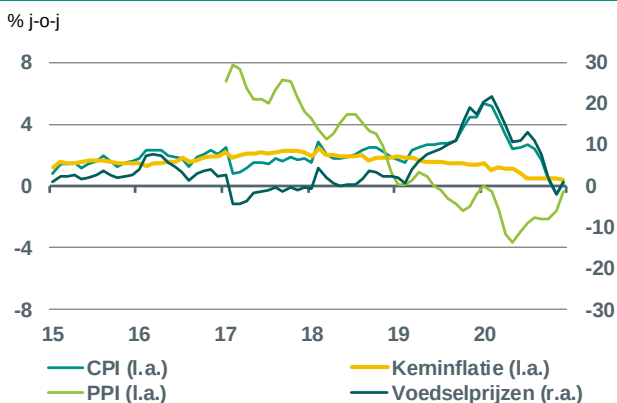
kwetsbare groepen en vervolgens alle personen van 60 jaar en ouder. Al met al zal de recente opleving van het virus en nieuwe regionale *lockdowns* begin 2021 waarschijnlijk een rem zetten op het herstel van de consumptie, maar de implementatie van het vaccinatieprogramma kan ervoor zorgen dat dit effect in de loop van het jaar afzwakt.

3. Wat zijn onze groeiverwachtingen voor 2021 en 2022?

Uitgedrukt in k-o-k-groei verwachten we een vrij zwak begin van het jaar, dat past bij ons mondiale beeld. We gaan ervan uit dat de Chinese economie het effect zal voelen van de aangescherpte mobiliteitsrestricties (met name van belang rond het Chinees Nieuwjaar). Ook zal de afzwakking van de mondiale groei, een verwachte toename van de Chinese invoer en de draai in het macro-economische beleid (zie hierna) van invloed zijn. We verwachten dat de kwartaalgroei in de loop van het jaar weer normaliseert.

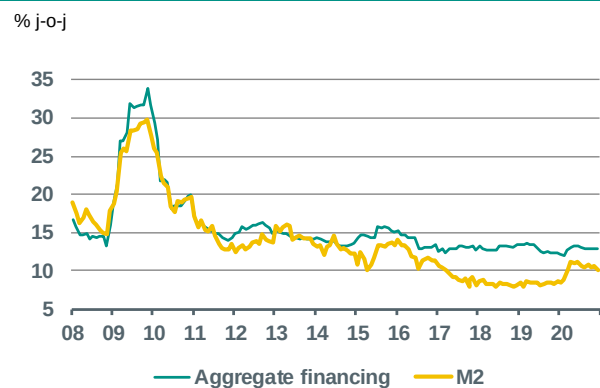
Op j-o-j-basis verwachten we dat de Chinese *outperformance* in 2021 doorzet, geholpen door basiseffecten. De groei op jaarbasis is naar verwachting extreem hoog in het eerste kwartaal (onze raming: 18% j-o-j), omdat de historische krimp van een jaar eerder uit de groeicijfers zal verdwijnen. Hoewel we ervan uitgaan dat de jaargroei in de kwartalen daarna normaliseert, komt hiermee de jaargroei voor geheel 2021 duidelijk boven 'trendniveau' uit. Op basis van de laatste bbp-cijfers hebben we onze groeiraming voor geheel 2021 verhoogd van 8,0% naar 8,5%. We hebben onze groeiraming voor 2022 ongewijzigd gelaten (5,5%). Overigens geldt ook voor China dat er sprake is van 'permanente schade' van de pandemie: per eind 2021 zal China 0,7% aan bbp verloren hebben ten opzichte van ons basisscenario van voor de coronacrisis.

Kerninflatie op laagste punt sinds kredietcrisis



Bron: Refinitiv

Versnelling kredietgroei bescheiden en van korte duur



Bron: Bloomberg, Refinitiv

4. Wat zijn de vooruitzichten voor de inflatie?

De consumentenprijsinflatie (CPI) is in de loop van 2020 sterk gedaald, ondanks het opmerkelijke economische herstel van de covid-19-schok. In januari 2020 bedroeg de CPI nog 5,4% j-o-j, maar deze nam snel af en werd in november 2020 zelfs even negatief (-0,5%) om in december weer boven de nul uit te komen (+0,2%). Het verloop van de Chinese inflatie wordt in sterke mate bepaald door de voedselprijscycli, en dan met name de varkensprijzen. Als gevolg van een eerdere grootschalige uitbraak van varkenspest schoot de inflatie van varkensprijzen omhoog naar een piek van 135% j-o-j in februari 2020. Sindsdien zijn de varkensprijzen – mede door een herstel van de productie en een toename van de invoer – snel omlaag gekomen. Sinds oktober 2020 is de inflatie van varkensprijzen zelfs weer negatief. Door deze grote schommelingen hebben de varkensprijzen een groot effect gehad op de index van voedselprijzen en op de CPI-inflatie. Ondertussen is de kerninflatie (waarin sterk volatiele componenten zoals voedsel zijn uitgesloten) gedurende 2020 sterk gedaald, tot het laagste punt sinds de mondiale kredietcrisis (december 2020: 0,4% j-o-j). We verwachten dat de CPI-inflatie in de loop van 2021 weer gaat stijgen, ook al hebben we onze raming voor de gemiddelde inflatie in 2021 verder

verlaagd (tot 1,5%). De inflatie van producentenprijzen is nog steeds negatief, ondanks het Chinese herstel. Dat komt in sterke mate door eerdere correcties van de energieprijzen. Hier komt echter rap verandering in en we verwachten dat de deflatie van producentenprijzen spoedig ten einde zal zijn.

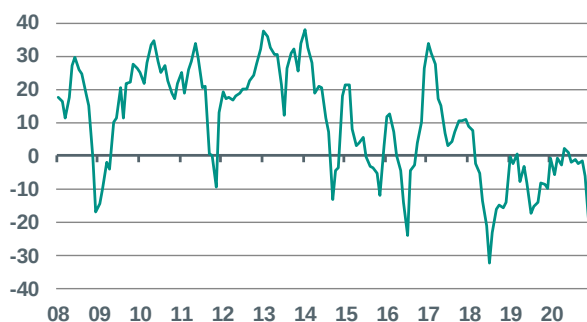
5. Hoe zal het monetaire en begrotingsbeleid zich ontwikkelen ?

Om het effect van de covid-19-schok te verzachten, hebben de beleidsmakers het monetaire en het begrotingsbeleid in de eerste helft van 2020 versoepeld. Toch waren deze maatregelen bescheiden van omvang vergeleken met de steunpakketten die in de welvarende landen zijn uitgerold en ook met de steun die Beijing verleende tijdens de mondiale kredietcrisis. Op monetair vlak hebben de autoriteiten hun stapsgewijze (*piecemeal*) aanpak niet laten varen. In de eerste maanden van 2020 verlaagde de centrale bank een aantal beleidsrentes, maar slechts beperkt. Zo werden het 1-jaars *Loan Prime* tarief en het 1-jaars MLF-tarief met 30 basispunten verlaagd, tot respectievelijk 3,85% en 2,95%. Op begrotingsvlak heeft Beijing de quota voor de uitgifte van obligaties door lagere overheden naar voren gehaald en verhoogd, ter ondersteuning van infrastructuurprojecten. Beijing heeft ook speciale *sovereign* obligaties uitgegeven om de effecten van de pandemie tegen te gaan. Daarnaast kondigde de overheid belastingverlagingen aan en gerichte steun aan sectoren die het meest geraakt werden door de coronacrisis. Verder zijn macroprudentiële regels versoepeld: zo kregen banken meer tijd om uitzettingen op het MKB te classificeren als problemleningen.

Toch heeft Beijing - vanwege het snelle economische herstel en het feit dat de *leverage ratio* versneld ging stijgen – de prioriteitenlijst inmiddels weer aangepast. Het reduceren van financiële-stabiliteitsrisico's heeft weer meer gewicht gekregen. Dat is ook zichtbaar in bijvoorbeeld het opnieuw beteugelen van schaduwbankieren en in een strengere aanpak van *fintechs* en online platformen. We verwachten dat deze trend doorzet in 2021. Toch verwachten we geen al te drastische omslagen in het monetaire en het begrotingsbeleid. We denken dat monetaire versoepeling nog stapsgewijze gaat verlopen en dat het begrotingsbeleid heel geleidelijk wordt verkapt.

Beheersen risico's financiële stabiliteit winnen prioriteit

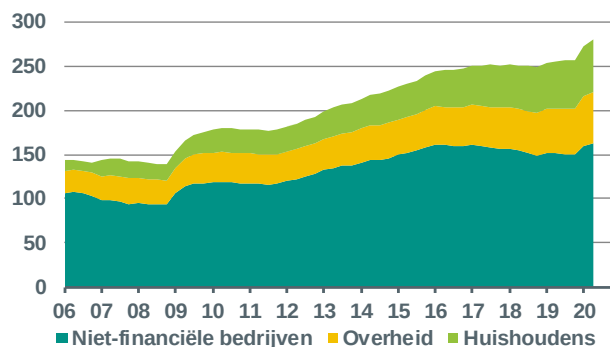
Netto-bijdrage schaduwbankieren aan totale kredietverlening, 3 mnds vrtshr.



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, Refinitiv

... nu tempo van schuldopbouw weer is toegenomen

Uitstaand krediet aan reële economie, % bbp



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, Refinitiv

6. Wat zijn de risico's van de versnelde stijging van de schuldenberg?

De steunmaatregelen hebben vorig jaar onder meer geleid tot een versnelling van de groei van de investeringen in de infrastructuur en een bescheiden, kortdurende opleving van de kredietgroei. Hoewel deze kredietimpuls in de verste verte niet vergelijkbaar is met het kredietkanon dat tijdens de mondiale kredietcrisis werd uitgereden, vond toch een versnelling van de stijging van het totale Chinese schuldniveau plaats (na een aantal jaren van relatieve rust). De uitstaande hoeveelheid krediet aan de reële economie bereikte medio 2020 een nieuw record van 280% van het bbp, waarvan bijna 60% uitstaat op ondernemingen (inclusief staatsbedrijven). Indien de interbancaire schuld wordt

meegenomen, is deze *leverage ratio* allang de grens van 300% van het bbp gepasseerd. Dit alles doet de vraag rijzen welke macro-economisch risico's voortvloeien uit deze verder stijging van de schuldenberg.

We denken dat de hoge schuld van China één van de belangrijkste macro-economische risico's vormt, maar we denken niet dat deze een harde landing op macroniveau teweeg zal brengen in onze voorspelhorizon van twee jaar. Deze schuld betreft vooral in lokale valuta verstrekte leningen door Chinese banken aan Chinese bedrijven. De kans dat een schuldencrisis door buitenlandse partijen wordt ingeluid is daarmee klein. Beijing krijgt dus de tijd om te werken aan een ordelijke oplossing, mocht de situatie uit de hand lopen. Toch is een waarschuwing op zijn plaats. Beijing wordt namelijk toleranter ten aanzien van faillissementen, zelfs van staatsbedrijven met een gunstige kredietbeoordeling. Dit illustreert dat het zogenoemde raamwerk van impliciete garanties tot het verleden begint te behoren. Crediteuren dienen zich er bewust van te zijn dat schuldreductie op macroniveau ook bereikt kan worden door een verhoogd aantal faillissementen van afzonderlijke debiteuren.

7. Wat zijn de strategische doelen van China voor 2021?

In oktober 2020 besprak het Centrale Comité van de Chinese Communistische Partij het 14e Vijfjarenplan (2021-2025). De zogenoemde *dual circulation strategy* werd omarmd. Deze strategie is gericht op het versnellen van technologische ontwikkeling, het versterken van de binnenlandse consumptie als aanjager van de groei en het verminderen van de afhankelijkheid van de invoer van kritische materialen zoals halfgeleiders. De omarming van deze strategie moet worden bezien in het licht van een wereld die voor China in de afgelopen jaren onzekerder en protectionischer is geworden.

De plannen werden in meer detail uitgewerkt tijdens de *Central Economic Work Conference*, die traditioneel in december wordt gehouden. Daarbij werden acht strategische doelen voor 2021 opgesteld, waarvan met name de eerste drie betrekking hebben op *dual circulation*: 1) versterken strategische technologieën (met een belangrijke rol voor de staat), 2) vergroten van controle over industriële aanbodketens, 3) versterken van de rol van de binnenlandse bestedingen, 4) aanhoudende hervormingen en openstelling, 5) garanderen van voedselzekerheid, 6) versterken van antimonopolie-regels en tegengaan onordelijke vormen van allocatie van kapitaal, 7) oplossen van woningmarktproblemen in grote steden en 8) beginnen met het toewerken naar klimaatdoelstellingen. Wat dat laatste betreft: China wil voor 2030 een piek van de CO₂-uitstoot hebben bereikt en wil voor 2060 klimaatneutraal zijn. Overigens denken we niet dat deze milieu-ambities van China een belangrijke rem op de groei zullen blijken te zijn in de komende twee jaar.

8. Hoe zullen de relaties tussen China en de VS zich ontwikkelen onder de regering-Biden?

Onder de regering-Trump liepen de spanningen tussen China en de VS snel op, vooral vanaf 2018. De VS begon een bilaterale tarievenoorlog met China. Deze eindigde met de zogenoemde *Fase-1* handelsovereenkomst die werd getekend in januari 2020, vlak voor de pandemie uitbrak. Verder hebben de VS in de afgelopen jaren allerlei maatregelen versus China aangescherpt op het vlak van de uitvoer van strategische producten, grensoverschrijdende directe investeringen en beleggingen. Ook heeft de VS sancties afgevaardigd voor Chinese officials en bedrijven die verantwoordelijk zijn gehouden voor het schenden van de mensenrechten in Hongkong en Xinjiang. De VS trok de speciale handelsstatus van Hongkong in.

We verwachten dat de spanningen tussen China en de VS zullen aanhouden onder de regering-Biden. In de VS leeft brede steun voor een kritische houding jegens China, ook onder de Democraten. Ook een Democratische regering zal zorgen hebben op terreinen als strategische concurrentie en mensenrechten. Wel denken we dat Biden meer de nadruk zal leggen op het versterken van de banden met de traditionele bondgenoten van de VS en zal trachten de druk op China over een multilaterale boeg te gooien. Verder denken we dat de regering-Biden iets genuanceerder zal optreden richting China, omdat ze zal begrijpen dat op sommige terreinen samenwerking met China nodig blijft (bijvoorbeeld op klimaatvlak). Het zou goed kunnen dat de nieuwe regering het strengere regime ten aanzien van de strategische uitvoer, grensoverschrijdende directe investeringen en beleggen grosso modo handhaaft, maar we verwachten geen heropleving

van de bilaterale tarievenoorlog. Al met al verwachten we dat de spanningen tussen China en de VS onder Biden meer een structureel karakter krijgen en minder dan in het tijdperk van Trump het geval was tot macro-economische of marktschokken zullen leiden.

9. Krijgen we een verdere verschuiving van aanbodketens weg van China?

We denken dat de ontkoppeling op technologievlak tussen de VS en China zal doorzetten. Daarentegen zouden in de financiële sector de banden tussen beide grootmachten wel eens kunnen verstevigen. China wil namelijk zijn financiële sector verder openstellen voor buitenlandse partijen en Amerikaanse banken en verzekeringsmaatschappijen lijken nog steeds happig. Per saldo zou het best kunnen dat het belang van de mondiale aanbodketens tussen China en de VS zal verminderen. We denken echter niet dat dit betekent dat China 'geïsoleerd' raakt van de rest van de wereld. Waarschijnlijk zullen regionale aanbodketens de komende jaren juist aan kracht winnen. In november 2020 werd het *Regional Comprehensive Economic Partnership* getekend. Hiermee zijn afspraken op het vlak van handel en investeringen gemaakt tussen 15 landen uit Azië-Oceanië (inclusief China en Japan, maar zonder India). Deze landen vertegenwoordigen samen zo'n 30% van de wereldbevolking en het mondiale bbp. Verder sloten China en de EU vlak voor het verstrijken van 2020 – na zeven jaar onderhandelen – een investeringsverdrag af. Dat verdrag is erop gericht om een gelijk speelveld te creëren op het vlak van directe investeringen. Ook wordt daarbij aandacht besteed aan duurzaamheidsaspecten, bijvoorbeeld op het vlak van arbeid en het milieu.

10. Wat zijn de vertrouwenseffecten van de gebeurtenissen rond Alibaba en Ant?

Sinds eind 2020 heeft de overheid Alibaba en diens financiële dochtermaatschappij Ant de duimschroeven aangedraaid, in vervolg op een kritische toespraak van oprichter Jack Ma. De aandacht is vooral op deze bedrijven gevestigd. Toch is het aanscherpen van regelgeving op het vlak van consumentenbescherming en financiële stabiliteit in relatie tot *fintech* ondernemingen een breder beleidsdoel (zie vraag 7). Ook past het bij de herprioritisering van het beleid, met een groter gewicht voor *financial derisking* (zie vraag 5). Al met al zal 2021 een uitdagend jaar worden voor Alibaba, Ant en andere *fintechs*. Toch denken we dat de Chinese overheid dit soort sterk innovatieve ondernemingen nodig blijft houden. Beijing wil immers dat China de beweging omhoog op de waardeketens blijft maken en zich ontwikkelt tot een mondiale innovatieleider. Het teveel schaden van dit soort bedrijven zou in dat opzicht contraproductief zijn. Bovendien zou dat een klap toebrengen aan het vertrouwen van Chinese ondernemers en binnen- en buitenlandse beleggers.

Hoofdindicatoren economie China

	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Bbp (% j-o-j)	6.6	6.1	2.3	8.5	5.5
Inflatie (% j-o-j)	1.9	2.9	2.5	1.5	2.5
Overheidssaldo (% bbp)	-4.1	-4.9	-6.5	-5.5	-4.5
Overheidsschuld (% bbp)	16	17	22	24	27
Lopende rekening (% bbp)	0.2	1.0	1.3	1.0	1.0
Investeringsquote (% bbp)	43	42	42	42	42
Spaarquote (% bbp)	44.1	44.1	44.3	43.8	43.3
USD/CNY (ultimo)	6.85	6.99	6.53	6.4	6.2
EUR/CNY (ultimo)	7.85	7.85	7.97	7.4	6.8

Overheidssaldo en lopende rekening voor 2021 en 2022 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 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