

22 januari 2019

Meer tekenen van stabilisatie

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

- **Officiële bbp-groei koelt verder af tot 6,4% j-o-j in vierde kwartaal 2018**
- **Decemberdata geven gemengd beeld: PMI's wijzen op vertraging industrie,**
- **... maar realisatiecijfers vertonen tekenen van stabilisatie**
- **Zwakke handelscijfers voeden vrees afkoeling, maar er zijn speciale factoren**
- **We verwachten dat de Chinese economie verder gaat stabiliseren**
- **... nu de autoriteiten doorgaan met stapsgewijze, gerichte beleidsverruiming**
- **... en de kans op een 'handelsakkoord' tussen de VS en China is toegenomen**

Officiële bbp-groei koelt verder af, tot 6,4% j-o-j in het vierde kwartaal van 2018

Gisteren werd het groeicijfer van het Chinese bbp voor het laatste kwartaal van 2018 gepubliceerd. Dat kwam uit op 6,4% j-o-j, overeenkomstig de marktverwachting en die van ons. Dit was het laagste groeitempo sinds de mondiale crisis (6,2% j-o-j begin 2009), maar niet iets om al te bezorgd over te zijn. De Chinese economie bevindt zich op het pad van een geleidelijke groeivertraging. Dat past bij de transitie naar een groeimodel dat sterker leunt op de binnenlandse consumptie, en bij het streven van Beijing om financiële risico's in te dammen. Wel vertoonde de industrie eind 2018 tekenen van een forse afkoeling. Zo namen de PMI's voor de verwerkende industrie voor december af tot beneden het neutrale niveau van 50. Recente realisatiecijfers wijzen echter op stabilisatie in de industrie, terwijl de dienstensector goed overeind blijft. De groei over geheel 2018 nam af tot 6,6% (2017: 6,9%) en blijft daarmee net boven de officiële doelstelling van 6,5%. Op kwartaalbasis nam de bbp-groei af tot 1,5% k-o-k (derde kwartaal: 1,6%).

Economische groei blijft geleidelijk vertragen



Bron: Bloomberg

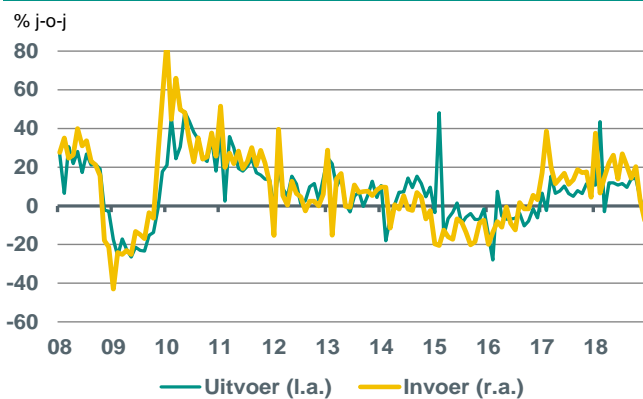
Realisatiecijfers december wijzen op stabilisatie



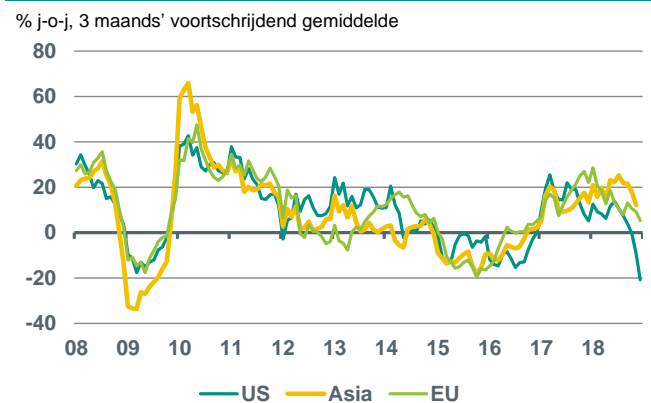
Bron: Thomson Reuters Datastream

December data geven gemengd beeld industrie: PMI's zwak, realisatiecijfers beter

De macro-data over de maand december laten een gemengd beeld zien. De vooruitkijkende PMI's, die begin deze maand werden gepubliceerd, wijzen op een sterkere afkoeling in de industriële sector. De beide PMI's voor de verwerkende industrie (zowel die van NBS als die van Caixin) daalden tot onder het neutrale niveau van 50. Dat was voor het eerst sinds begin 2016. De realisatiecijfers voor december die gisteren zijn gepubliceerd vertonen echter tekenen van stabilisatie en bleken wat beter dan verwacht. De groei van de industriële productie veerde terug naar 5,7% j-o-j (november 5,4%, marktverwachting 5,3%). De groei van de detailhandelsverkopen steeg licht naar 8,2% j-o-j (november/marktverwachting: 8,1%). Zwakke autoverkopen droegen bij aan een afkoeling van de groei van de detailhandelsverkopen. In de laatste maanden zien we een stijging van de autoverkopen, maar de groei op jaarbasis blijft vooralsnog negatief. Dat komt mede door een aantal speciale factoren, waaronder het wegebben van de effecten van eerdere belastingprijkels. De investeringsgroei is in de afgelopen maanden wat opgekrabbeld, mede dankzij stimulerend begrotingsbeleid, maar bleef in december stabiel op 5,9% j-o-j. Al met al verbeterde de maandelijkse bbp-schatter van Bloomberg naar een driemaands-hoogtepunt van 6,6% j-o-j in december (november: 6,4%).

In- en uitvoergroei op jaarbasis negatief in december

Bron: Thomson Reuters Datastream

Chinese invoer vanuit VS sterk omlaag door handelsconflict

Bron: Thomson Reuters Datastream

Zwakke handelscijfers voeden vrees afkoeling, maar er zijn speciale factoren

De vorige week gepubliceerde Chinese handelscijfers waren veel zwakker dan verwacht. Dat voedde de in de markten levende vrees voor een mondiale groeivertraging. De Chinese invoergroei (gemeten in dollarwaardes) bleef in de eerste tien maanden van 2018 erg sterk (ongeveer 20% j-o-j), zwakte af in november en werd zelfs negatief (-7,6% j-o-j) in december. Dat hangt deels samen met de afkoeling van de Chinese industrie, maar er spelen ook enkele speciale factoren een rol. Ten eerste, de escalatie van het handelsconflict met de VS en de daarmee samenhangende *frontloading* van handelsstromen. China werd in de loop van 2018 het mikpunt van het strengere handelsbeleid van de VS. Beide landen hebben elkaar vorig jaar invoertarieven ter grootte van 10-25% opgelegd voor in totaal USD 360 mld aan bilaterale handel. Vooral de Chinese invoer vanuit de VS bleek in de afgelopen maanden erg zwak (december: -36% j-o-j) en het bilaterale tekort van de VS met China blijft toenemen. Je kunt dus zeggen dat de regering-Trump zichzelf in de voet heeft geschoten. Ten tweede betreft het een basiseffect: de invoer nam eind 2017 namelijk sterk toe. Ten derde speelt de recente, scherpe correctie van grondstofprijzen mee, want primaire producten (met name grondstoffen) maken ongeveer 30% uit

van de goederenimport van China. Ten slotte speelt ook de afzwakking van de uitvoergroei een rol, omdat ruim 20% van de Chinese goederenimport sterk aan de uitvoer is gerelateerd.

De Chinese uitvoergroei (in dollarwaardes) was met gemiddeld 12,5% j-o-j sterk in de periode januari-oktober 2018, maar zwakte ook af in november en werd negatief (-4,4% j-o-j) in december. Dat had te maken met het afzakken van de externe vraag in belangrijke uitvoerbestemmingen (VS, Hongkong, Japan, EU). Ook speelden lagere uitvoerprijzen, sterke basiseffecten en verstoringen als gevolg van *frontloading* een rol.

We verwachten dat de Chinese economie verder gaat stabiliseren ...

Aan de afkoeling in de industrie, die eind 2018 zichtbaarder werd, lagen twee hoofd-oorzaken ten grondslag (zie ook onze [Visie op China 2019, Stimulus compenseert risico's handelsconflict](#)). Allereerst betreft dat het eerder door Beijing ingezette beleid gericht op schuldreductie (*financial deleveraging*). Dat beleid mikte onder meer op het terugdringen van schaduwbankieren, maar leidde bijvoorbeeld ook tot strengere financieringscondities voor lagere overheden. Dit effect is in de loop van 2018 echter versterkt door de escalatie van de handelsoorlog met de VS. Het goede nieuws is dat beide vormen van tegenwind aan het afzakken zijn. Beijing is namelijk begonnen met het uitrollen van allerlei gerichte stimuleringsmaatregelen, zowel op monetair als op begrotingsvlak. Ook zijn er positieve ontwikkelingen te melden over de onderhandelingen tussen de VS en China. We denken dan ook dat de Chinese economie in de komende maanden verder zal stabiliseren. Het kan wel even duren voordat de effecten van de beleidsstimulus en een mogelijk akkoord tussen de VS en China volledig zullen doorsijpelen. Ook kunnen in het eerste kwartaal sommige Chinese data (vooral de handelsdata) behoorlijk volatiel blijken, als gevolg van jaarlijkse verschillen in de *timing* van het Chinese nieuwjaar en mogelijke verstoringen als gevolg van eerdere *frontloading* van handelsstromen.

... omdat de autoriteiten doorgaan met gerichte steunmaatregelen

In lijn met onze verwachting zijn de Chinese autoriteiten doorgegaan met gerichte steunmaatregelen om de tegenwind uit hoofde van eerder verkrappend beleid en het handelsconflict met de VS te compenseren. De beleidsmakers worden daarbij wel enigszins beperkt door hun doel om op langere termijn de Chinese schuldenberg te beheersen. Ze kiezen daarom niet voor een agressieve verruiming. In plaats daarvan gaan ze door met een reeks van afgepaste steunmaatregelen, vooral gericht om partijen te helpen die onder druk staan als gevolg van de eerdere beleidsverkrappingen (bijvoorbeeld particuliere ondernemingen/mkb en lagere overheden) en het handelsconflict.

... zowel op begrotings- als monetair vlak ...

Zo heeft Beijing op begrotingsvlak de quota van lagere overheden voor de uitgifte van obligaties (ter financiering van infrastructuurprojecten) verhoogd en het mogelijk gemaakt om deze uitgifte naar voren te brengen. Ook zijn de autoriteiten doorgegaan met het verlagen van verschillende belastingen ter ondersteuning van de consumptie en de investeringen. Na eerder al de belastingen op de consumptie, het inkomen en de import te hebben verlaagd, kondigde de *State Council* begin 2019 specifieke belastingverlagingen aan voor het mkb. Deze maatregelen hebben betrekking op ongeveer 95% van alle belastingplichtige bedrijven.

Centrale bank verlaagt bancaire reservevereisten verder

Bron: Thomson Reuters Datastream

Groei kredietverlening versnelt nu beleid is versoepeld

Bron: Thomson Reuters Datastream

Op monetair vlak kondigde de centrale bank begin januari aan de bancaire reservevereisten in januari 2019 nog eens met 100 bp te verlagen, nadat deze vorig jaar al met 250 bp waren verlaagd. In de afgelopen weken heeft de centrale bank een nieuwe leenfaciliteit geïntroduceerd, speciaal gericht op het ondersteunen van de kredietverlening aan de particuliere sector. Ook werden voorwaarden versoepeld waardoor meer banken in aanmerking komen voor eerdere verlagingen van de reservevereisten. In de loop van januari heeft de centrale bank ook allerlei openmarktoperaties uitgevoerd. Dit soort maatregelen is niet alleen gericht op het steunen van de kredietverlening aan de reële economie (vooral aan de particuliere sector inclusief het mkb), maar ook op het waarborgen van de liquiditeit in het bancaire systeem in de aanloop naar de lange vakantie rond de Chinese nieuwjaarsviering begin februari.

... terwijl de kans op een akkoord tussen de VS en China is toegenomen

Zoals hiervoor al genoemd, is de escalatie van het handelsconflict met de VS in de loop van 2018 een ernstige tegenwind voor de Chinese economie gaan vormen. Toch zijn we wat optimistischer geworden op dit vlak, ook al zal de strategische concurrentie tussen de VS en China (vooral op technologisch vlak) nog wel jaren blijven voortslepen. Volgend op de wapenstilstand van 90 dagen die de presidenten Trump en Xi op 1 december overeenkwamen, zijn begin januari in Beijing op ambtenarenniveau nieuwe onderhandelingen van start gegaan. Eind januari zal vervolgoverleg op hoger niveau plaatsvinden, als de Chinese vice-premier Liu He de Amerikaanse minister van Financiën Mnuchin en handelsgezant Lighthizer in Washington bezoekt.

Nu de schade van het conflict ook voor de VS zichtbaarder is geworden (in termen van economische groei, vertrouwen en de aandelenmarkt), is volgens ons de kans dat de VS en China tot een soort van overeenkomst komen toegenomen. China heeft zeker geen belang bij escalatie van het conflict. Maar ook president Trump zal waarschijnlijk volgend jaar zijn mogelijke herverkiezing willen aangaan met een zo sterk mogelijke economie en een zo sterk mogelijke aandelenmarkt. Onze visie is deels gebaseerd op allerlei publieke uitspraken die in de afgelopen weken zijn gedaan, zowel van Amerikaanse als Chinese zijde. Wat zou zo'n overeenkomst kunnen inhouden? China kan vrij gemakkelijk de invoer van landbouw- en energieproducten en van auto's vanuit de VS opvoeren. China heeft al tijdelijk het invoertarief voor Amerikaanse auto's teruggebracht van 40% naar 15%. China is ook doorgeslagen met het liberaliseren van het regime voor buitenlandse investeringen

en het openstellen van sectoren die voor de VS aantrekkelijk zijn. Ook heeft Beijing de regelgeving ten aanzien van de bescherming van intellectueel eigendom aangescherpt. China heeft ook getracht het belang van het *Made in China 2025*-plan af te zwakken. Toch denken we niet dat Beijing bereid en in staat is om het Chinese model van staatskapitalisme op te geven, noch de strategie om nationale kampioenen te ontwikkelen met een mondiale uitstraling.

Al met al denken we dat de kans op een verdere verhoging/verbreding van invoertarieven is afgenomen. Dat zou een belangrijke mogelijke tegenwind voor de Chinese economie wegnemen. Het overleg zou zelfs tot een gehele of gedeeltelijke afschaffing van de vorig jaar ingevoerde tarieven kunnen leiden (Mnuchin hintte daar recent ook op). Toch blijven op dit vlak ook neerwaartse risico's aanwezig. Als de naleving van de overeenkomst tekort blijkt te schieten, kunnen opnieuw spanningen opblazen, bijvoorbeeld op technologievlak.

Ter afsluiting

Het groeimomentum in China's industriële sector is eind 2018 afgekoeld, gedreven door het eerdere verkrappende beleid en de escalatie van het conflict met de VS. Nu de autoriteiten echter de koers hebben verlegd naar een stimulerend beleid, zien we al wat tekenen van stabilisatie. We denken dat de komende tijd meer van dit soort tekenen van stabilisatie zichtbaar zullen worden. Bovendien is volgens ons de kans op een overeenkomst tussen de VS en China toegenomen. Al met al verwachten we een verdere stabilisatie van de Chinese economie in de loop van dit jaar, bij een verdergaande geleidelijke groeivertraging. Toch kunnen sommige Chinese data in het eerste kwartaal volatiel blijken, gegeven de jaarlijkse verschuiving in de *timing* van het Chinese nieuwjaar en mogelijke verstoringen ten gevolge van eerdere *frontloading* van handelsstromen.

Hoofddindicatoren economie China

	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Bbp (% j-o-j)	6.7	6.8	6.6	6.3	6.0
Inflatie (% j-o-j)	2.1	1.5	2.1	2.5	2.5
Overheidssaldo (% bbp)	-3.8	-3.8	-4.0	-4.5	-4.5
Overheidsschuld (% bbp)	16	17	19	21	24
Lopende rekening (% bbp)	1.8	1.4	0.5	0.0	0.0
Investeringsquote (% bbp)	43	43	44	43	42
Spaarquote (% bbp)	45.9	45.8	44.3	43.2	42.1
USD/CNY (ultimo)	6.95	6.51	6.88	6.7	6.7
EUR/CNY (ultimo)	7.33	7.82	7.88	8.4	8.7

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 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