

China Focus

Economisch Bureau
EM & Commodities

14 februari 2019

Komt het Varken op tijd dit jaar?

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

- **China's groeivertraging is wat versneld in de tweede helft van 2018 ...**
- **... omdat *financial deleveraging* en het handelsconflict voor tegenwind zorgde**
- **Maar nu Beijing in kleine stapjes het monetair en begrotingsbeleid versoepelt,**
- **... worden de eerste tekenen van stabilisatie geleidelijk aan zichtbaar**
- **Handelscijfers over januari beter dan verwacht (maar pas op speciale factoren)**
- **Verlenging wapenstilstand komt dichtbij bij hervatting overleg VS-China**

Komt het Varken op tijd om welvaart en rijkdom te brengen?

Op 5 februari 2019 begon het Chinese Jaar van het Varken. In de Chinese cultuur worden varkens geassocieerd met welvaart en rijkdom. Verder is het Varken het twaalfde en laatste dier van de dierenriem. Volgens de overlevering komt dat omdat het als laatste verscheen op het feest van de Jadekeizer, omdat het zich had verslapen. Dit Jaar van het Varken wordt interessant en uitdagend. Sinds medio 2018 toont de Chinese economie meer tekenen van vertraging, vooral door twee factoren. Ten eerste heeft Beijing's eerdere beleid gericht op schuldreductie in het financiële stelsel (*financial deleveraging*) voor tegenwind gezorgd. Dat beleid hield onder meer een reductie van schaduwbankieren en een aanscherping van financieringsvoorwaarden voor lagere overheden in. Ook heeft de escalatie van het handelsconflict met de VS in de loop van 2018 voor tegenwind gezorgd. Dat had immers een effect op het ondernemersvertrouwen, exportvooruitzichten en de aandelenmarkt. In reactie op deze vertraging hebben de autoriteiten macro-economische stabilisatie bovenaan hun prioriteitenlijst gezet. Ze hebben het beleid van gerichte verkrapping vervangen door een beleid van gerichte verruiming. Belangrijke vraag is natuurlijk of deze maatregelen voldoende zijn om de economie te stabiliseren.

China verruimt het beleid in kleine stapjes

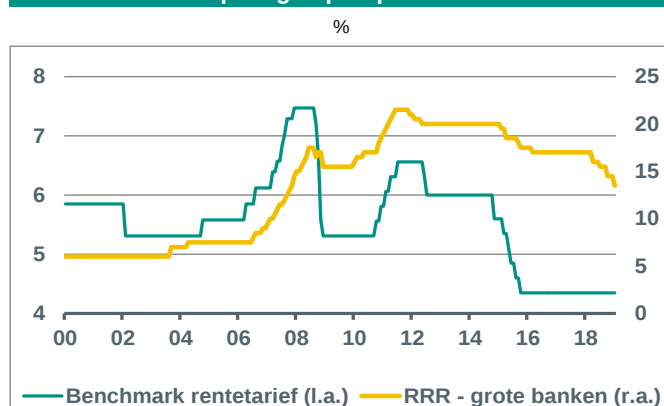
De Chinese autoriteiten staan erom bekend dat zij hun prioriteiten verleggen als de omstandigheden daarom vragen. Sinds medio 2018 is macro-economische stabilisatie het belangrijkste beleidsdoel en krijgt schuldreductie even een wat lagere prioriteit. Zoals wijlen Amerikaans president Kennedy ooit zei: 'Men moet het dak repareren als de zon schijnt!'. Een ander kenmerk van de Chinese beleids-verschuiving is de geleidelijke aanpak. Structurele doelen zoals het aanpassen van het Chinese groeimodel maar toch ook het stabiliseren van de schuld, en daarmee het waarborgen van groei op de lange termijn en het voorkomen van afwaarderingen door kredietbeoordelaars, worden niet uit het oog verloren. Ondertussen hebben ze, nu de officiële bbp-groei (6,6% in 2018) blijft voldoen aan de vooraf gestelde norm (6,5%), weinig reden om de groei weer te laten versnellen. Zij mikken op stabilisatie en het voorkomen van een harde landing. Dat verklaart waarom ze niet kiezen voor agressieve vormen van versoepeling of een *big*

bazooka benadering (ook al lijken financiële markten daar wel eens naar te smachten), maar voor een geleidelijke aanpak van verruiming in kleine stapjes.

Monetaire versoepeling met aandacht voor particuliere bedrijven/MKB

In deze stabilisatiebenadering staat de ondersteuning van de particuliere sector inclusief het MKB centraal. Dat komt omdat particuliere bedrijven relatief sterk geraakt zijn door *financial deleveraging*. Zij leunen voor hun financiering sterker op schaduwbanken dan staatsbedrijven. Op het monetaire vlak hebben de autoriteiten sinds medio 2018 een breed scala aan maatregelen genomen om de liquiditeit in het bankstelsel veilig te stellen en de kredietverlening aan particuliere bedrijven/MKB te ondersteunen. Ze hebben liquiditeitsinjecties gegeven via bestaande – soms verruimde – leen- en openmarkt-faciliteiten en hebben een nieuwe middellange leenfaciliteit ingesteld. Verder zijn de bancaire reservevereisten met 200 bp verlaagd in oktober-januari, na een daling met 150 bp in april-juli en zijn de voorwaarden om te kunnen profiteren van deze verlagingen versoepeld. In januari 2019 kwam de PBoC met een swapmechanisme die het *primary dealers* mogelijk maakt om eeuwigdurende obligaties te ruilen voor papier van de centrale bank. Daarmee werd beoogd de kapitaalbasis van banken te verstevigen, wat ten goede komt aan de kredietverlening. Ook heeft de centrale bank een garantiefonds voor MKB-leningen ingesteld en nieuwe instrumenten geïntroduceerd om het kredietrisico te beheren (CDS). De PBoC heeft ook morele druk uitgeoefend op de grotere banken om de kredietverlening aan de particuliere sector op te voeren.

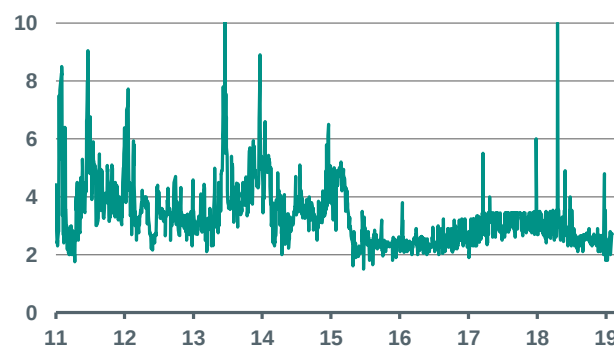
Monetaire versoepeling in perspectief



Bron: Thomson Reuters Datastream

Van gerichte verkrapping naar gerichte verruiming

China, interbancaire repo rate, 7 daags, %



Bron: Bloomberg

Monetaire versoepeling in perspectief

De monetaire versoepeling die het afgelopen half jaar is doorgevoerd is van een kleinere schaal dan de maatregelen die werden genomen tijdens de kredietcrisis en de vorige periode van China-onrust in 2015-16. De PBoC heeft het belangrijkste beleidstarief dit maal ongewijzigd gelaten, tegenover een verlaging met 216 bp in 2008-09 en 165 bp in 2014-16. De reductie van de bancaire reservevereisten met 350 bp in 2018-19 is tot dusverre vergelijkbaar met de verlaging met 300 bp in 2015-16. Daar moet echter wel bij worden vermeld dat laatstgenoemde maatregel deels nodig is om te compenseren voor het feit dat er minder dan voorheen liquiditeit in het stelsel vloeit via de betalingsbalans. De daling van de reservevereisten is dus deels nodig om de liquiditeit in het bankwezen veilig te stellen en kan niet puur als een stimulerende maatregel worden beschouwd. Toch heeft de koersverlegging door de PBoC wel geleid tot een algehele verruiming van

monetaire verhoudingen. De geldmarktrente is sinds medio 2018 gedaald, na een stijging in 2016-17 (hoewel de daling in 2015 groter was). Tenslotte heeft de centrale bank vorig jaar een relatief scherpe depreciatie van de yuan ten opzichte van de dollar toegestaan (met ongeveer 10% in april-oktober). Dat compenseerde deels het effect van de Amerikaanse invoertarieven, hoewel de depreciatie in de eerste plaats in gang werd gezet door marktkrachten. Ondertussen is de yuan sinds de herfst van 2018 gestabiliseerd en na de wapenstilstand die Trump en Xi op 1 december overeenkwamen zelfs weer wat in waarde toegenomen ten opzichte van de dollar.

Verruiming via de begroting mikt op bestedingen van lagere overheden ...

Een onderdeel van het eerdere verkrappende beleid betrof de aanscherping van voorwaarden voor de financiering van lagere overheden. Door dat beleid is de groei van de publieke investeringen sterk afgekoeld, na een forse versnelling in 2015. In de zomer van 2018 heeft Beijing lagere overheden opgedragen om de ruimte te gebruiken die nog beschikbaar was onder de quota voor de uitgifte van speciale obligaties ter financiering van lokale (infrastructuur)projecten. Eind 2018 meldde Beijing dat deze quota voor 2019 zouden worden verhoogd en dat maatregelen zouden volgen om de uitgifte van deze obligaties naar voren te halen. Ondertussen schrapte de bancaire toezichthouder een limiet van 20%, waardoor banken ook meer schuld papier van lagere overheden in hun boeken konden houden. Het Ministerie van Financiën versoepelde regelgeving met betrekking tot de looptijd van obligaties van lagere overheden. Al deze maatregelen hebben inmiddels bijgedragen aan een toename van de uitgifte van deze obligaties.

... en op belastingverlagingen en andere maatregelen

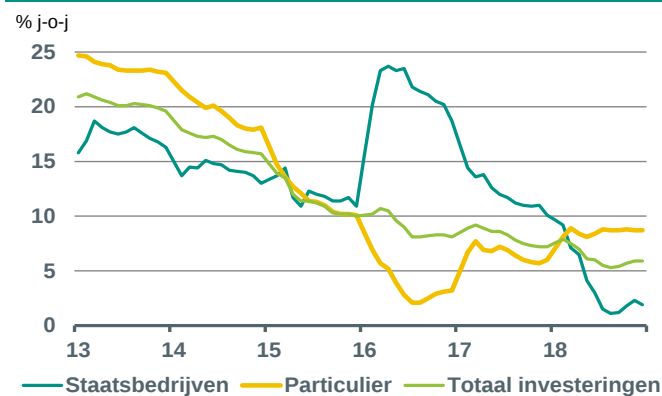
Om de consumptie en de investeringen te ondersteunen heeft Beijing ook een aantal belastingverlagingen doorgevoerd in de sfeer van de inkomstenbelasting, bedrijfsbelastingen (met speciale aandacht voor particuliere bedrijven/MKB), sociale-zekerheidsbijdragen, invoertarieven en btw voor exporteurs. Recent kondigde het Nationale Comité voor Ontwikkeling en Hervorming speciale maatregelen aan om de consumptie te ondersteunen, in het bijzonder de autoverkoop. Autoverkoop vertegenwoordigen ongeveer 30% van de totale detailhandelsverkoop en waren verantwoordelijk voor circa 70% van de groeivertraging daarvan in 2018. De centrale overheid is ook bezig met het verhogen van de uitgaven in de infrastructuur (uitbreiding spoornetwerk, luchtvaartinfrastructuur).

Kredietverlening krabbelt op



Bron: Bloomberg

Groei publieke investeringen trekt wat aan, meer volgt ...



Bron: Thomson Reuters Datastream

Nu de tegenwind afzwakt, zien we eerste tekenen van stabilisatie

Hoewel de PMI's voor de verwerkende industrie gedaald zijn tot beneden het neutrale niveau van 50 en de handelscijfers zijn verslechterd, zien we toch al wel wat tekenen van stabilisatie nu de effecten van de beleidsverruiming langzaam doorsijpelen. De groei van de kredietverlening is weer wat versneld. De verwachting is dat de uitgifte van obligaties door lagere overheden verder zal toenemen in de loop van dit jaar. Dit alles heeft al geleid tot een lichte groeiversnelling van de publieke investeringen, en een verder herstel wordt in de loop van dit jaar verwacht.

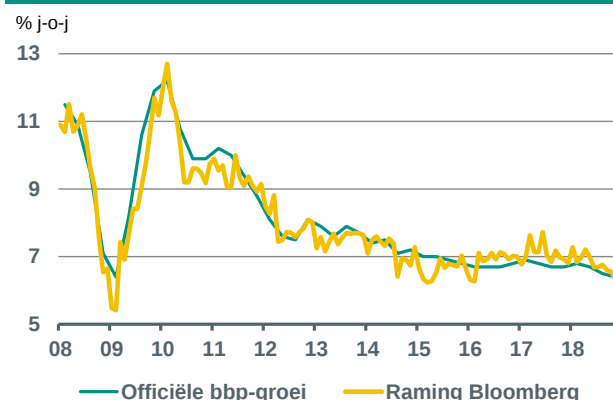
De groei van de industriële productie trok ook wat aan in december, waarbij ook meespeelde dat Beijing het antivervuulingsbeleid wat versoepelde. De groei van de detailhandelsverkoop is in december gestabiliseerd. De autoverkoop – die een sterk seizoenspatroon laten zien – zijn in de laatste maanden weer wat toegenomen, maar op jaarbasis is de groei nog altijd negatief. Dat komt mede door speciale factoren, zoals het aflopen van een gunstig belastingregime. Nu er specifiek wordt ingezet op het stimuleren van de autoverkoop, ligt het voor de hand dat ook hier een ommekeer zal volgen.

Industriële productie en detailhandelsverkoop



Bron: Thomson Reuters Datastream

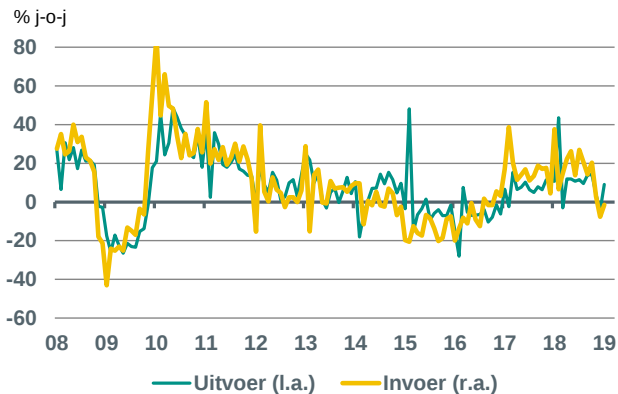
Groeiraming Bloomberg herstelt licht in december



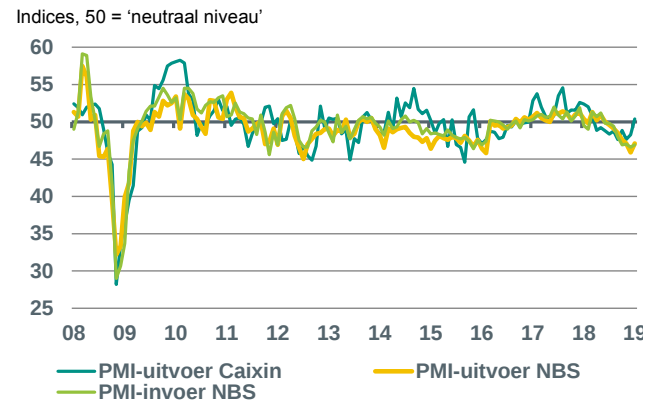
Bron: Bloomberg

Handelscijfers voor januari beter dan verwacht (maar pas op voor speciale factoren)

Ondanks het handelsconflict bleef de groei van de Chinese in- en uitvoer in januari-oktober 2018 solide. Sinds november is het beeld echter verslechterd. Zeer zwakke decembercijfers voedden de vrees voor een mondiale groeivertraging. In onze vorige [China Focus](#) wezen we erop dat de daling van de invoergroei niet volledige kan worden toegeschreven aan een verzwakking van de binnenlandse vraag. Allerlei speciale factoren spelen een rol: de vertraging van de uitvoer (een groot deel van de Chinese invoer is sterk export-gerelateerd), het effect van de invoertarieven die vorig jaar zijn ingevoerd, *frontloading* als gevolg van het handelsconflict, de daling van grondstoffenprijzen en basiseffecten van een jaar eerder. De handelsdata voor januari die vandaag zijn gepubliceerd bleken juist een stuk beter dan verwacht. De invoergroei was nog wel negatief (-1,5% j-o-j), maar veel minder dan verwacht (-10,2%) en vergeleken met december (-7,6%). Op maandbasis steeg de invoer met 8,7% in januari. Geografisch gezien viel de invoer vanuit de VS negatief op (-41% j-o-j), een duidelijk gevolg van het handelsconflict. De invoergroei vanuit de EU (+8,5% j-o-j) en Duitsland (+5,8% j-o-j) was solide.

Handelsdata voor januari beter dan verwacht

Bron: Thomson Reuters Datastream

PMI uitvoer- en invoerindices laten wat herstel zien

Bron: Thomson Reuters Datastream

Ondertussen was de uitvoergroei weer positief (+9,1% j-o-j) en kwam daarmee beter uit dan de consensusverwachting (-3,3%) en het decembercijfer (-4,4%). Dat dempte de vrees voor een sterke afkoeling van de externe vraag. Overigens zijn de Chinese handelscijfers op maandbasis zeer volatiel. Dat geldt zeker voor de eerste maanden van het kalenderjaar, omdat in deze periode het Chinese nieuwjaar valt en de timing daarvan van jaar tot jaar verschilt. Het is daarom zaak om geen overhaaste conclusies te trekken uit maandelijkse handelscijfers. Toch laten ook de PMI uitvoer- en invoerindices recent een ommekeer zien. Dat hangt waarschijnlijk deels samen met de hoop dat de hervatting van het handelsoverleg tussen de VS en China een positieve uitkomst krijgt.

Besprekingen tussen VS en China kunnen tot verlenging wapenstilstand leiden

Ten opzichte van eind 2018 zijn we iets optimistischer geworden over de mogelijkheid dat de VS en China een soort van korte-termijnovereenkomst zullen sluiten. Op 1 maart loopt de wapenstilstand af die Trump en Xi overeen zijn gekomen. Het risico is aanwezig dat de VS dan de invoertarieven over USD 200 mld aan invoer uit China verhoogt van 10% naar 25%. Deze week zijn de besprekingen tussen de VS en China hervat in Beijing, volgend op gesprekken in januari en eerder deze maand. We denken dat het waarschijnlijker is dat er de komende tijd tot een verlenging van de wapenstilstand zal worden besloten, dan dat er een veelomvattende overeenkomst wordt gepresenteerd. Uitlatingen op hoog niveau, zowel van Amerikaanse als Chinese zijde, wijzen ook in die richting. Trump liet deze week door de media optekenen dat hij vond dat de onderhandelingen goed verlopen en dat hij bereid is om een verlenging van de deadline toe te staan bij voldoende voortgang. Op de langere termijn zal de strategische concurrentie tussen de VS en China langer voortduren (vooral op technologievlak, zoals de Huawei-casus onderstreept).

Ter afsluiting

De Chinese economie is vertraagd, maar de tegenwind zwakt af en we verwachten geen ineenstorting maar stabilisatie. Beijing is overgeschakeld van gerichte verkrapping naar stapsgewijze, gerichte verruiming op monetair en begrotingsvlak. De kans dat er op korte termijn een verdere verhoging van invoertarieven volgt lijkt afgenomen. Er zijn verschillende tekenen van stabilisatie te bespeuren. De Chinese handelscijfers over januari waren duidelijk beter dan verwacht. We verwachten dat de officiële bbp-groei nog iets verzwakt in het eerste kwartaal, maar vervolgens stabiliseert.

Hoofindicatoren 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.

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