

19 augustus 2016

Zomer minder turbulent dan in 2015

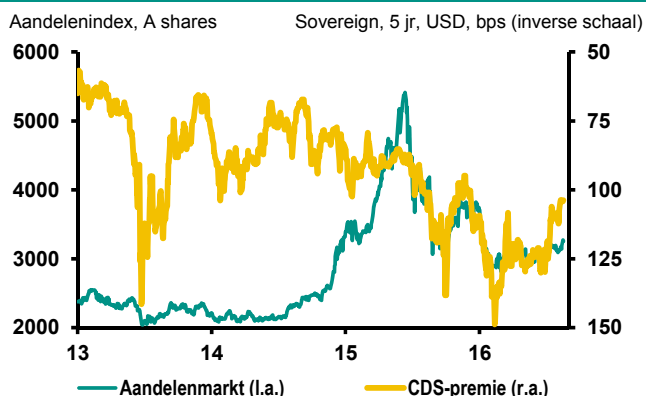
Arjen van Dijkhuizen
 Senior Econoom
 Tel: 020 628 8052
 arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com

- Financiële markten nu minder bezorgd over China dan in zomer van 2015
- Dat komt door aantal factoren, waaronder betere communicatie vanuit Beijing
- Macrocijfers juli in lijn met ons basisscenario van geleidelijke groeivertraging
- Handelscijfers blijven opvallend zwak, hoewel dieptepunt achter de rug lijkt
- Transitie blijft hobbelig vanwege risico's rond o.a. schuld en overcapaciteit

Voor China-economen was terugkomen van zomervakantie in 2015 ...

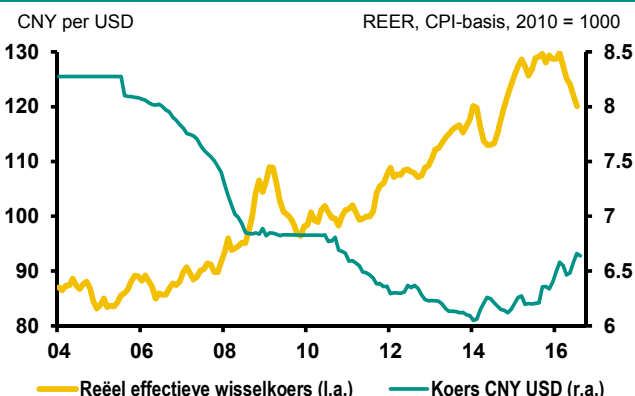
Terugkomen van zomervakantie is voor China-economen dit jaar totaal anders dan een jaar geleden. In augustus 2015 reageerden financiële markten in paniek op een aantal kleine devaluaties van de Chinese yuan ten opzichte van de dollar. Hoewel deze devaluatie eigenlijk helemaal niet zoveel voorstelde (cumulatief zo'n 3%), volgde deze op een scherpe correctie van de aandelenmarkt, op enkele tegenvallende macrocijfers en op een sterke daling van de grondstoffenprijzen. In combinatie met toegenomen twijfels over de betrouwbaarheid van China's officiële BBP-cijfers, die typisch toenemen in turbulente tijden, namen hierdoor de zorgen over een harde landing van China sterk toe. In het begin van 2016 volgde een min of meer vergelijkbaar verhaal. Een hernieuwde daling van de aandelenmarkt, een tegenvallend PMI-cijfer en verdere yuandepreciatie – volgend op een verschuiving van het wisselkoersregime van een koppeling aan de dollar naar een koppeling aan een valutamand – leidden een nieuwe ronde van marktpaniek in.

Aandelenmarkt gestabiliseerd, CDS-premie weer omlaag



Bron: Thomson Reuters Datastream

CNY-depreciatie helpt concurrentiepositie



Bron: Thomson Reuters Datastream

... totaal anders dan dit jaar

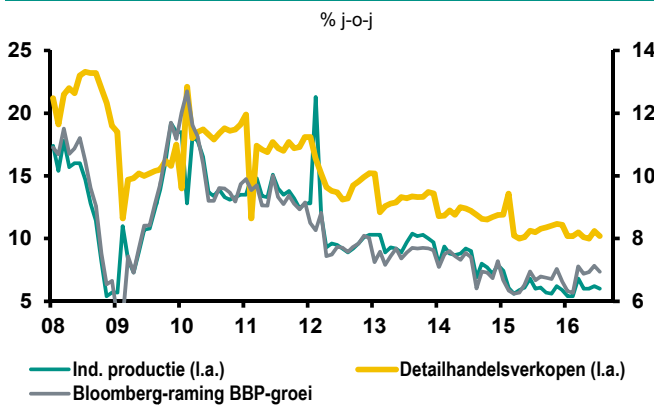
De macro-cijfers van China zijn nog steeds niet heel indrukwekkend; zo blijven met name de particuliere investeringen en de handelscijfers zwak. Toch lijken de financiële markten

daar zich momenteel nauwelijks druk over te maken. Nu de zorgen rond Brexit redelijk makkelijk zijn geabsorbeerd en de Fed naar verwachting de beleidsrente slechts langzaam zal verhogen, profiteren opkomende markten van een verbetering van het marktsentiment. Dat geldt ook voor China. Na een flinke depreciatie van de yuan ten opzichte van de dollar onmiddellijk na het Brexit-referendum, is de munt in de afgelopen weken juist geapprecieerd. Ook is de CDS-premie voor China weer afgenomen.

Beijing toont steile leercurve op het vlak van beleidscommunicatie

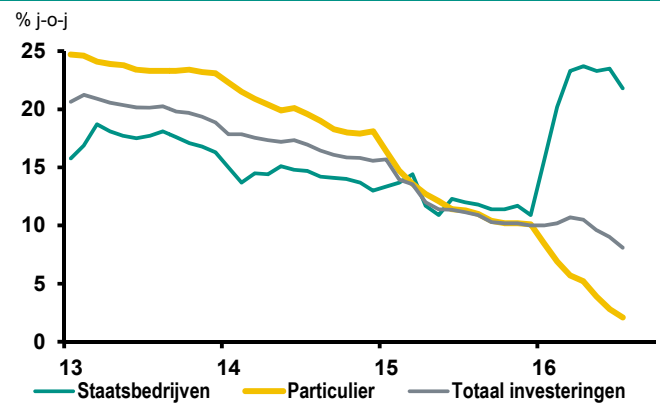
Naast een algehele verbetering van het marktsentiment zijn er nog meer redenen waarom de 'China-fobie' (voorlopig) is vervaagd. Ten eerste wijzen de macrocijfers, mede dankzij stimulerend beleid, nog steeds op een geleidelijke vertraging en niet op een harde landing. Sommige indicatoren zijn ten opzichte van vorig jaar zelfs verbeterd. Ten tweede zijn de Chinese aandelenmarkten gestabiliseerd. Ten derde hebben de grondstofprijzen zich hersteld. Ten vierde hebben beleggers wel andere zaken aan het hoofd, bijvoorbeeld de gevolgen van Brexit of andere politieke risico's in Europa en daarbuiten. Een laatste, maar zeker zo belangrijke reden is dat de beleidscommunicatie vanuit Beijing duidelijk is verbeterd. Vooral na het Chinese nieuwjaar in februari 2016 heeft de centrale bank meer duiding gegeven aan wisselkoers- en andere relevante ontwikkelingen. Hoewel de communicatie een aandachtspunt blijft, heeft Beijing volgens ons een steile leercurve laten zien. Dat verklaart ook waarom markten minder bezorgd zijn geworden over een forse yuandepreciatie versus de dollar, waarom de kapitaaluitstroom is afgenomen en waarom de deviezenreserves zijn gestabiliseerd (na een scherpe daling eind 2015).

Macrodata wijzen op geleidelijke groeivertraging



Bronnen: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Investeringsgroei omlaag door particuliere investeringen



Bron: Thomson Reuters Datastream

Macrocijfers voor juli tonen een gemengd beeld

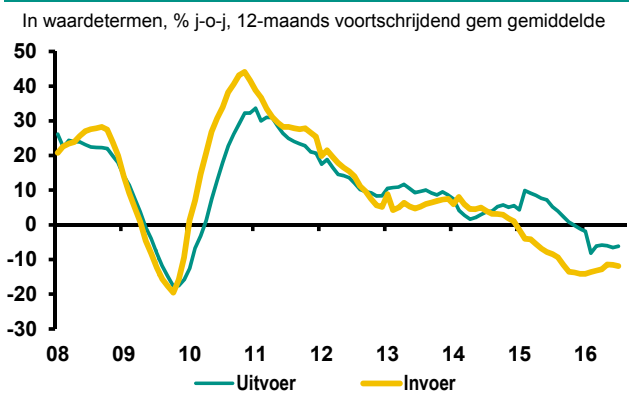
Intussen laten de macrocijfers nogal een gemengd beeld zien. Begin augustus steeg de door Caixin gepubliceerde inkoopmanagersindex (PMI) voor de verwerkende industrie met twee volle punten. Daardoor kwam deze voor het eerst sinds begin 2015 weer boven het neutrale niveau van 50 uit. De door NBS gepubliceerde 'officiële' PMI-cijfers voor juli bleven vrijwel ongewijzigd ten opzichte van juni. De medio augustus gepubliceerde macrocijfers voor juli waren zwakker dan voor juni, maar blijven in lijn met ons basisscenario van een geleidelijke groeivertraging. De groei van de industriële productie zwakte iets af, naar 6% j-o-j (juni: 6,2%), mede als gevolg van de effecten van de overstromingen. Ook de groei van de detailhandelsverkoop vertraagde licht. De investeringsgroei daalde veel sneller, tot 8,1% j-o-j (juni: 9%), vooral omdat de groei van

de particuliere investeringen afnam tot een historisch dieptepunt. De BBP-groeiraming van Bloomberg viel iets terug ten opzichte van juni, tot 6,9%, maar blijft net boven de officiële groeicijfers (6,7% in het eerste halfjaar) uitkomen. Dat verklaart mede waarom de zorg is afgenomen dat de officiële groeiramingen onbetrouwbaar zouden zijn.

Handelcijfers blijven zwak

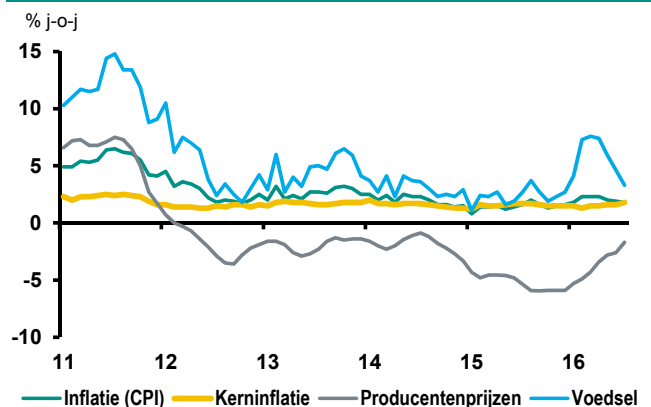
De uitvoer daalde in juli met 4,4% j-o-j, vergelijkbaar met de maanden ervoor. Hierbij spelen wisselkoers- en prijseffecten eveneens een rol. In yuantermen nam de uitvoer juist toe met 2,9% j-o-j. Toch zijn de vooruitzichten voor de uitvoer niet zo rooskleurig, ondanks de depreciatie in reëel effectieve termen van circa 5,5% sinds medio 2015. Dat hangt samen met de zwakte van de mondiale vraag, waarbij Brexit tot verdere verzwakking kan leiden. De uitvoerindex van Caixin's PMI blijft beneden het neutrale niveau van 50. Intussen daalde de invoer in juli met 12,5% j-o-j sterker dan in de maanden daarvoor. Dat komt deels door een basiseffect: op maandbasis bleef de invoer in mei-juli redelijk stabiel. Wisselkoers- en prijseffecten spelen ook hier een rol (in yuantermen kwam de invoerdaling uit op -5,7% j-o-j). Ook onze raming voor de invoervolumes, die vrij ruw is, blijft op krimp duiden. De importvolumes van belangrijke grondstoffen blijven echter groei vertonen, hoewel de groei van de invoervolumes van ijzererts en olie recent is afgezwakt. Toch blijft het voor een land dat met zo'n 6,5% groeit, merkwaardig dat de invoerwaardes op jaarbasis blijven krimpen, hoewel het dieptepunt wel achter de rug lijkt. Dat suggereert dat naast een zwakte binnenlandse vraag ook andere factoren een rol spelen. Eén van die factoren is de uitbreiding van de binnenlandse productiecapaciteit voor bepaalde producten. Bovendien speelt de zwakte van de wereldhandel een rol, omdat een deel van de invoer sterk samenhangt met de productie voor de uitvoer.

In- en uitvoer nog zwak, dieptepunt lijkt achter de rug



Bron: Thomson Reuters Datastream

Deflatie van producentenprijzen blijft afzwakken



Bron: Thomson Reuters Datastream

Deflatie van producentenprijzen blijft afzwakken, CPI-inflatie blijft laag

Wat de prijsontwikkelingen betreft, blijft de aanhoudend forse afname van de deflatie van producentenprijzen de meest in het oog springende. In een jaar tijd is de daling van de producentprijzen afgenomen van 6% j-o-j naar 1,7% in juli. Dat komt vooral door het herstel van de grondstofprijzen, maar de effecten van de reductie van overcapaciteit in sectoren zoals staal en kolen sijpelen ook door. Intussen is de consumentenprijsinflatie (CPI) gedaald van 2,3% j-o-j in februari-april tot 1,8% in juli, vooral door de afname van de inflatie van voedsel. De kerninflatie, die in de afgelopen jaren binnen een krappe bandbreedte van 1,5-2% heeft bewogen, nam in juli toe tot 1,8% j-o-j, maar blijft relatief laag.

De kredietgroei lijkt een omslagpunt te hebben bereikt ...

De aanwas van de kredietverlening, zowel totale financiering als nieuwe bankleningen, nam in juli fors af, tot een tweejaars dieptepunt. Dat is echter niet iets om je zorgen over te maken. Ten eerste zwakt de kredietverlening traditioneel af in juli vanwege seizoens-effecten. Juli 2015 was een duidelijke uitzondering op die regel, omdat interventies om de aandelenmarkt te stabiliseren toen juist tot een toename van het leenvolume leidden. De groei van M2 viel afgelopen maand terug tot een 15-maands dieptepunt van 10,2% j-o-j. Volgens de centrale bank is deze daling toe te schrijven aan het basiseffect vanuit juli 2015 en volgt in de komende maanden een herstel. Toch is de kredietgroei trendmatig gezien aan het afzwakken, mede omdat Beijing zich bewuster is geworden van de risico's samenhangend met China's hoge schuld niveaus. Dat is een welkome ontwikkeling.

... na het verschuiven van de beleidsfocus

Het grotere gewicht van financiële-stabiliteitsaspecten op de langere termijn in het beleid blijkt uit de intensivering van maatregelen gericht op het aanpakken van problemen samenhangend met de overcapaciteit, mogelijke zeepbellen op de huizenmarkt en niet te vergeten de hoge schuld niveaus. De totale schuld is toegenomen tot circa 250% van het BBP, waarbij 70% uitstaat op (staats)bedrijven. De autoriteiten hebben maatregelen genomen om schaduwbankieren in te dammen. Zo worden tijdelijk geen licenties meer verstrekt aan niet-bancaire instellingen en worden de regels voor de zogenoemde *Wealth Management Products* strenger. Ook zijn de regels op de markt voor bedrijfsobligaties aangescherpt. Verder hebben lokale overheden in gebieden met een oververhitte huizenmarkt de teugels aangehaald. De overheid zet ook stappen om de overcapaciteit in sectoren als kolen en staal te verminderen, waarbij ze speciale maatregelen neemt om de pijn van deze consolidatie te verzachten.

Toch blijft er ruimte voor gerichte stimulering

Ondanks de genoemde verschuiving van de beleidsfocus verwachten we niet dat Beijing zal tolereren dat de kredietgroei dusdanig afzwakt dat de met moeite bereikte economische stabilisatie in gevaar komt. We denken dat het monetair beleid redelijk accommoderend blijft. We verwachten voor dit jaar nog circa 100 bp aan verlagingen van de bancaire reservevereisten en één verlaging van de beleidsrente met 25 bp. Ook zal de centrale bank blijven doorgaan met het verschaffen van liquiditeit via speciale faciliteiten. We verwachten eveneens dat Beijing doorgaat met gerichte budgettaire stimulus om een te sterke groeivertraging tegen te gaan. De overheid heeft al gezinspeeld op speciale maatregelen ter ondersteuning van particuliere investeringen en ter bevordering van de invoer van bepaalde producten. Indien nodig ligt ook een versoepeling van de hypotheekregels voor de hand, mocht de onroerendgoedmarkt te sterk afkoelen.

Tot slot

Het marktsentiment ten aanzien van China is verbeterd en de autoriteiten zijn erin geslaagd de economie te stabiliseren. Wij verwachten dat China's geleidelijke groeivertraging zal doorzetten en hebben onze groeiramingen voor 2016 en 2017 gehandhaafd op 6,5% en 6%. Toch blijft de transitie van China niet zonder risico's, gelet op de problemen van onder meer hoge schuld niveaus, overcapaciteit, verslechtering van de kwaliteit van de bancaire leenportefeuilles en de zwakte van de particuliere investeringen en de buitenlandse handel. Al met al blijft het een lastige klus om een reus te helpen geleidelijk van een berg af te dalen.

Hoofdindicatoren economie China

	2013	2014	2015	2016e	2017e
BBP (% j-o-j)	7.7	7.3	6.8	6.5	6.0
Inflatie (% j-o-j)	2.6	2.1	1.5	2.0	2.0
Overheidssaldo (% BBP)	-1.9	-1.8	-3.5	-4.0	-4.0
Overheidsschuld (% BBP)	14.7	14.9	15.6	20.2	24.8
Lopende rekening (% BBP)	1.6	2.7	3.0	3.0	2.5
Investeringsquote (% BBP)	45	44	41	40	39
Spaarquote (% BBP)	48.0	48.5	46.1	44.8	43.2
USD/CNH (ultimo)	6.10	6.12	6.49	6.8	7.0
EUR/CNH (ultimo)	8.41	7.40	7.05	7.8	8.1

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 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