

China

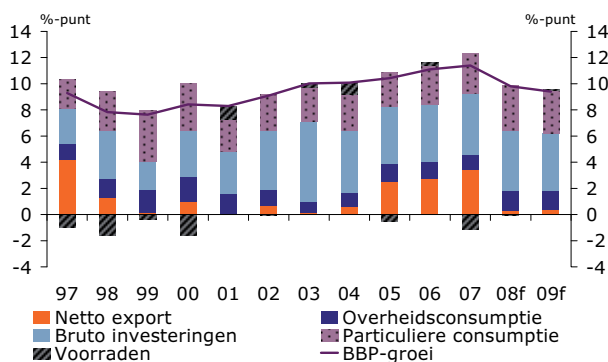
Over het hoogtepunt

De Chinese economie draait al drie decennia op volle toeren en liet het afgelopen jaar geen tekenen van verslapping zien, met wederom een duizelingwekkende groei van het BBP van 11,4%. Dit is het vijfde opeenvolgende jaar waarin groei wordt gerealiseerd die in de dubbele cijfers loopt. Toch geven veel analisten waarschuwingssignalen af dat het tempo waarmee de Chinese economie expandeert haar hoogtepunt heeft bereikt. Tegen de achtergrond van de economische neergang in Amerika en de afzwakkende wereldeconomie zal China niet opnieuw zo snel kunnen groeien als in 2007. Niettemin zal de Chinese economie bij een eventuele afname van de externe vraag onveranderd solide blijven omdat de economie nu in belangrijkere mate door binnenlandse factoren wordt gedragen. Significante dreiging voor de economie ligt momenteel verscholen in de aantrekkende inflatie en de zeepbel op de aandelenmarkt, die de macro-economische en sociale stabiliteit van het land zouden kunnen ondermijnen.

Investeringen dragen de groei

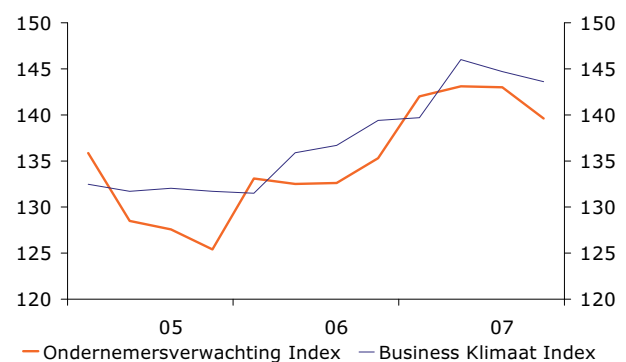
In het vierde kwartaal van 2007 groeide de Chinese economie met 11,2% op jaarbasis, iets lager dan de 11,5% van het voorgaande kwartaal. Aan de aanbodkant werd de groei voornamelijk getrokken door de industrie, en ook in de landbouwsector bleef de ontwikkeling van de groei stabiel. Aan de vraagkant was de groei voornamelijk het gevolg van investeringen. De verhouding van de investeringen ten opzichte van het BBP bereikte in de periode 1990-2007 gemiddeld een niveau van 35%. Over heel 2007 genomen kwam de groei van de totale investeringen uit op 24,8%. In stedelijke en landelijke gebieden bedroeg de stijging respectievelijk 25,8% en 19,2%. Om oververhitting van de economie te voorkomen, hebben de autoriteiten meerdere maatregelen getroffen met als doel de investeringen te beteugelen. Het effect hiervan is tot op heden echter beperkt gebleven. De centrale overheid ondervond opnieuw problemen om de investeringen op lokaal niveau aan banden te leggen door de sterke focus van lokale overheden op stedelijke ontwikkeling en het creëren van werkgelegen-

Figuur 1: Binnenland houdt economische groei op peil



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 2: Zakelijk klimaat nog sterk positief



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

China

heid. Bovendien bleven de uitleenrentes relatief laag ondanks zes renteverhogingen in het afgelopen jaar. Ook werden investeringen grotendeels gefinancierd door robuuste winstcijfers, met name in de staal-, elektriciteits-, chemische en olieverwerkende industrie. Volgens een bedrijfsonderzoek bereikte de index van het ondernemersvertrouwen (*entrepreneur confidence index* – ECI) een niveau van 139,6 punten in het laatste kwartaal van 2007, een daling van 3,4 punten ten opzichte van het derde kwartaal. Opnieuw geldt dat hoewel de indicator een licht dalende trend vertoont, deze nog steeds hoger ligt dan in voorgaande jaren. Dit duidt erop dat ondernemers nog steeds goede vooruitzichten hebben.

In de vastgoedsector heerst al geruime tijd ongerustheid met betrekking tot overinvesteringen. In 2007 stegen de totale investeringen met 30,2% en in het afgelopen jaar introduceerden de autoriteiten een scala aan maatregelen om de woningmarkt te doen bekoelen. Een dergelijke maatregel is bijvoorbeeld de verplichting voor projectontwikkelaars om beter betaalbare woningen te bouwen met een vloeroppervlakte onder de 90 m². Tevens werden de verplichte borgbetalingen en de hypotheektarieven voor met name tweede huizen verhoogd, en werd gesubsidieerde huisvesting beschikbaar gesteld tegen prijzen die onder het gemiddelde marktniveau liggen.

Deze maatregelen lijken eind 2007 een merkbaar effect te hebben gehad. In de meeste delen van het land lieten de huizenprijzen maand-op-maand slechts flauwe groei zien. De huizenprijzen in de grote steden zoals Shenzhen en Guangzhou daalden zelfs, terwijl prijzen in Beijing en Sjanghai stagneerden. Niettemin blijft de huizenmarkt vanwege het gebrek aan beleggingskanalen en het negatieve reële rendement op bankdeposito's een van de beste beleggingsmogelijkheden voor de Chinese bevolking.

Zwak vooruitzicht voor de externe sector

Een verdere aanjager van groei in 2007 was de buitenlandse handel. Het overschot op de handelsbalans behaalde een nieuw record en bedraagt USD 262 miljard, een stijging van 47% ten opzichte van slechts een jaar geleden. De totale waarde van de export groeide met 25,7%, terwijl de waarde van de import ook flink groeide met 20,8%. De export profiteerde van de aanhoudende sterke prestaties in de textiel- en schoenenindustrie, maar ook de productie van elektronica en metalen nam aanzienlijk toe. De stijging aan de importkant komt voornamelijk door de hoge prijzen voor goederen en grondstoffen. Bovendien leidde de sterke vraag naar investeringen ook tot stijgende import van kapitaalgoederen en halffabrikaten in China.

Ondanks het explosief toenemende handelsoverschot zijn er aanwijzingen die duiden op een wat afvlakkend surplus. Zo overtrof de importgroei de exportgroei in het laatste kwartaal van 2007. De verklaring hiervoor is gelegen in een scala aan factoren. Ten eerste zorgde de sterke vraag naar investeringen en de hoge

China

prijzen van goederen en grondstoffen voor een verdere waardestijging van de importen in het laatste kwartaal. Ten tweede wordt het handelsoverschot geremd door maatregelen die de onevenwichtigheden beogen te beperken, zoals het inperken van de belastingvoordelen voor de export en lagere importheffingen. Bovendien droeg een sterkere yuan bij aan de gematigde ontwikkeling van de export. Sinds juli 2005 steeg de waarde van de Chinese yuan met 13% ten opzichte van de Amerikaanse dollar. De vrees dat een sterkere yuan nadelige gevolgen zou hebben voor de werkgelegenheid in de exportsector en de economie als geheel is echter afgenomen. Zo is de appreciatie van de yuan er medeverantwoordelijk voor dat de importkosten van halffabrikaten zijn gedaald, wat de gevolgen van een sterkere yuan voor de exporten heeft gecompenseerd. Doordat de Chinese overheid meer vertrouwen heeft gekregen in een sterkere yuan heeft zij in 2007 niet opgetreden tegen een snellere appreciatie van de yuan. De Chinese munt steeg in 2007 ten opzichte van de dollar met 6,6%, vergeleken met 3% in 2006.

Een verminderde vraag vanuit de VS en stijgende binnenlandse kostenniveaus droegen beide bij aan matiging van de export. De beweging naar een lager handelssurplus zal in 2008 doorzetten, mede onder invloed van de zwakke wereldeconomie die de buitenlandse vraag naar Chinese exportproducten zal afremmen. Ondanks alles zal het overschot naar verwachting toch nog aanzienlijk blijven, ook als gevolg van een agressief verkrappend monetair beleid waardoor de groei van aan investeringen gerelateerde importen zal afnemen.

Het enorme handelsoverschot is met name een weerspiegeling van de onevenwichtigheden in de nationale economie. De meest in het oog springende factor is het hardnekkig hoge niveau van besparingen. Een afzwakkende externe vraag zal de eenzijdig afhankelijkheid van de exportsector weliswaar verzachten maar niet wegnemen. Voor een evenwichtige economie, waarin exporten en investeringen niet de voornaamste dragers zijn, is het essentieel dat er betere maatregelen worden getroffen ter bevordering van de particuliere bestedingen.

Binnenlandse vraag zal groei op peil houden

Was het exportsaldo voorheen een belangrijke pijler onder de economische groei, door de duidelijke neergang van de Amerikaanse economie en ongunstige mondiale vooruitzichten zal deze aanjager dit jaar aan kracht inboeten. Toch is het onwaarschijnlijk dat de Chinese economie door een zwakkere externe sector scherp zal vertragen. Zonder de bijdrage van de externe sector zou de reële groei van het BBP in China de afgelopen vijf jaren gemiddeld nog steeds zijn uitgekomen op ongeveer 9% per jaar. Bovendien is de binnenlandse consumptie de laatste jaren aangetrokken. Ook winnen de particuliere bestedingen aan momentum als gevolg van stijgende inkomens en de verbeteringen in het systeem van sociale zekerheid, hoewel ze nog wel achterblijven bij de exporten en investeringen. In 2007 steeg het reëel besteedbaar inkomen per hoofd van

China

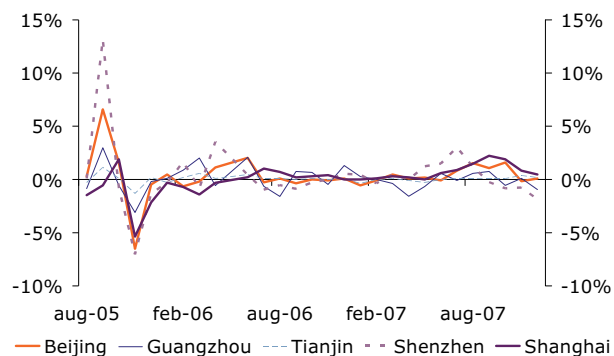
de stedelijke en landelijke bevolking met respectievelijk 12,2% en 9,5%. Deze opleving van de consumentenuitgaven heeft weerklank gevonden in de omzetten van de detailhandel die met 16,8% toenamen, een stijging ten opzichte van de 13,7% in 2006.

Ook de overheidsuitgaven vormen een stevige buffer tegen eventuele externe schokken. De overheid zal naar verwachting in 2007 voor het eerst in decennia een begrotingsoverschot realiseren (0,2% van het BBP). De overheidsinkomsten waren solide door onder andere hogere overdrachtsbelasting op aandelentransacties, exportheffingen en dividenduitkeringen van staatsbedrijven. De overheidsschuld is laag en dalende, en maakte in 2007 slechts 18% van het BBP uit. Door lage schuld niveaus en een sterke financiële positie zal de overheid uitstekend in staat zijn om te zorgen voor een fiscale prikkel ter ondersteuning van de binnenlandse vraag zodra de vooruitzichten beginnen te verslechteren. De overheidsbestedingen zullen zich de komende jaren vooral richten op onderwijs, gezondheidszorg en ontwikkelingsprojecten in de landelijke regio's. Over het geheel genomen verwachten wij dat de economische groei in China zal afnemen tot 9,8% in 2008, nog steeds licht boven het tienjarig gemiddelde (9,4%).

Explosieve inflatie belangrijke bedreiging

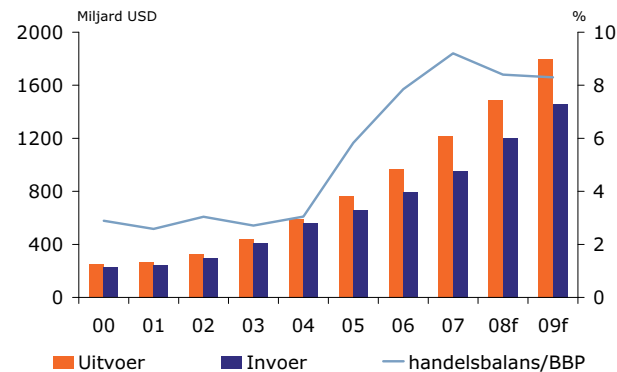
Het totaalplaatje voor de economische groei is dus niet al te negatief. Op dit moment is China's grootste zorg de sterke stijging van de inflatie. In december 2007 bereikte de consumenteninflatie op jaarbasis 6,5%, waarmee de gemiddelde inflatie in het hele jaar uitkwam op 4,8%, een behoorlijke overschrijding van de 3%-doelstelling van de centrale bank. Dit inflatiecijfer is sinds 1996 niet zo hoog geweest en volledig te wijten aan de hogere voedselprijzen, die met 12,3% stegen. De omhoog geschoten voedselprijzen zijn voor een belangrijk deel het gevolg van stijgende wereldwijde voedselprijzen, vooral die van graan. Ook beperkingen in het binnenlandse aanbod speelden mee, met op de voorgrond

Figuur 3: Verandering in huizenprijzen



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 4: Overschot handelsbalans vlt af



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

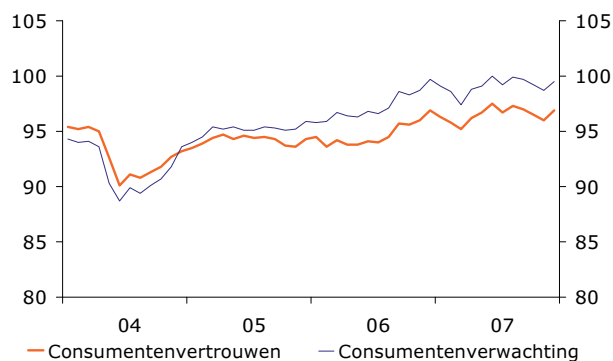
China

de uitbraak van de ziekte PRRS onder varkens, die leidde tot een hogere prijs van varkensvlees, de belangrijkste vleessoort in China. Hoewel de overheid maatregelen heeft getroffen om de varkensstapel te stabiliseren, zullen de gevolgen van deze varkensziekte in de nabije toekomst merkbaar blijven.

Bij de kosten voor producenten heerst stijgende opwaartse druk doordat de prijzen van grondstoffen, brandstof en elektriciteit in december 2007 met 8,1% stegen. De algemene verwachting is dat de inflatie op het niveau van 2007 zal blijven. Factoren die kunnen bijdragen aan een hoger niveau zijn de aanhoudende salarisstijgingen, hoge grondstoffenprijzen en de negatieve gevolgen van de sneeuwstorm die begin dit jaar over het land trok.

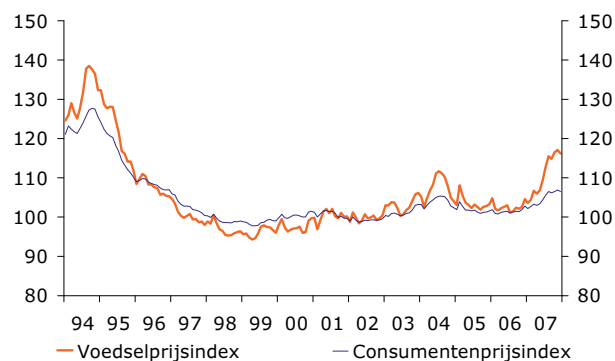
Ondanks de stijgende prijzen blijven wij ervan overtuigd dat de hoge inflatiecijfers op dit moment nog niet direct duiden op een oververhitting van de Chinese economie. De kerninflatie is nog steeds gematigd en de groei van de salarissen beweegt zich in lijn met de groei van de productiviteit. Desondanks blijft de explosieve inflatie een gevoelige kwestie, zeker gezien de nu al grote inkomens kloof in China. Gezinnen met lage inkomens zullen het hardst worden getroffen omdat voedingsmiddelen in de meeste huishoudens ongeveer 30%-40% van de bestedingen uitmaken. Tot dusver hebben de stijgende prijzen blijkbaar nog geen effect gehad op de gezinsuitgaven, gezien het feit dat de omzetten in de detailhandel op peil blijven. Toch zal de overheid zich genoodzaakt zien zich te blijven richten op het terugdringen van de inflatie, niet enkel om het consumentenvertrouwen te beschermen, maar ook om eventuele oorzaken van sociale onrust in de kiem te smoren. De verwachting is dus dat een verdere verkrapping van het monetaire beleid en de appreciatie van de yuan de inflatie aan banden zullen leggen. Andere fysieke maatregelen, zoals verdere prijsbeheersing, moeten zeker ook niet worden uitgesloten.

Figuur 5: Consumentenvertrouwen hoog



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 6: Inflatie loopt op



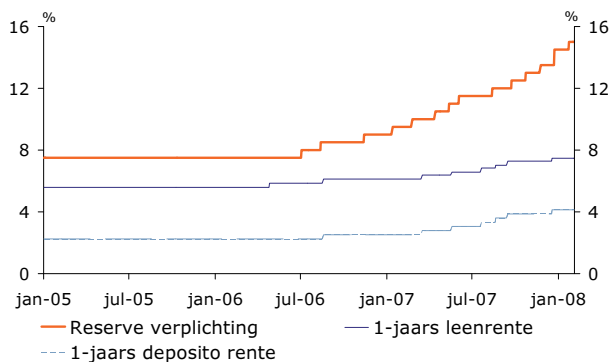
Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

China

Aandelenmarkt vormt uitdaging

De snel stijgende prijzen van activa vormen eveneens een uitdaging voor de groei in China. De laatste paar jaren zijn de huizenprijzen rap gestegen, maar er is geen zichtbaar bewijs dat er op de huizenmarkt sprake is van een zeepbel. Het is zelfs zo dat de huizenprijzen sinds 1999 in verhouding tot het gemiddelde inkomen in China een dalend verloop laten zien van naar schatting 25%. De aandelenmarkt daarentegen vormt een groot risico. Na vijf saaie jaren barstte de Chinese aandelenmarkt in 2005 open en de aandelenkoersen stegen de afgelopen twee jaar met maar liefst 400%. De bloeiende aandelenmarkt is een duidelijke afspiegeling van de aanwezigheid van overmatige liquiditeit in het financiële systeem en het negatieve reële rendement op bankdeposito's. Dit maakt het voor binnenlandse beleggers aantrekkelijker om in de aandelen te beleggen. De laatste maanden onderging de markt meerdere correcties tegen de achtergrond van het verslechterde vooruitzicht voor de Amerikaanse economie en de zware weersomstandigheden begin 2008. Hiermee stijgt de onrust over een afzwakkende Chinese economie. De rotsvaste overtuiging dat de Olympische Spelen de Chinese economie grote voorspoed zullen brengen, is echter nog onveranderd sterk. In combinatie met de ruim voorhanden zijnde liquiditeit en aanhoudende druk vanuit de vraagkant betekent dit dat de Chinese effectenbeurzen naar alle waarschijnlijkheid een opwaartse trend zullen blijven vertonen, maar wellicht in een wat gematigder tempo dan de afgelopen twee jaar. Zelfs al mochten de aandelenkoersen dit jaar scherp dalen, dan blijft de impact op de Chinese economie nog relatief beperkt doordat de totale waarde van de verhandelbare aandelen slechts ongeveer 35% van het BBP uitmaakt. Bovendien is de buitenlandse participatie zeer gelimiteerd vanwege de beperkende regelgeving. Desondanks zal een plotselinge koersdaling zeer nadelige gevolgen hebben voor de gezinsvermogens, waardoor de heersende problematiek in verband met de zwakke consumentenbestedingen en het in evenwicht brengen van de economie nog verder zal verergeren.

Figuur 7: Monetair beleid



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Tabel 1: Kernegegevens China

<i>Jaar op jaar mutatie in%</i>	2006	2007	2008	2009
Bruto Binnenlandse Product	11,1	11,4	9 3/4	9 1/2
Particuliere consumptie	8,0	8,2	9 3/4	9 1/4
Overheidsconsumptie	9,3	8,4	11	10
Bruto investeringen	11,2	12,0	11 3/4	11
Goederen- en dienstenuitvoer	22,9	19,6	14 1/2	14
Goederen- en diensteninvoer	20,4	15,5	17 1/2	16 1/2
Consumentenprijsindex	1,7	4,8	4 3/4	4

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Dazhou Chen
D.Chen@rn.rabobank.nl