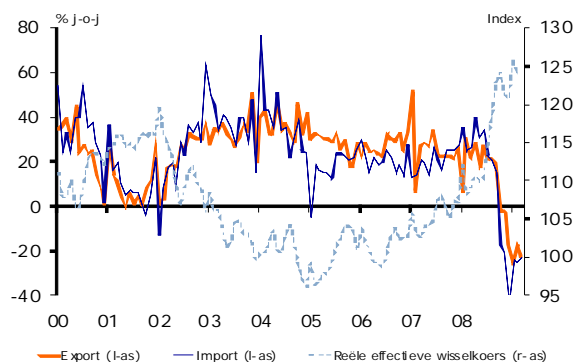


# China

## Nog altijd in lijn met mondiale trend

*De belofte van herstel neemt in China steeds duidelijkere vormen aan. Maar daarmee is het land nog niet meteen uit de problemen. De voortdurende economische neergang op de wereldmarkten zal het effect van de hardnekkige pogingen van de overheid om geld in de economie te pompen meer dan teniet doen. Dit wordt gestaafd door onze nieuwe proxy voor de huidige Chinese economische activiteit, de Rabo China Activity Index (RCAI). Hieruit blijkt dat China in Q1 2009 veel minder sterk groeide dan de autoriteiten bereid zijn toe te geven. Onze verwachting blijft dat de Chinese economie slechts 3,5% j-o-j zal groeien. De overheid zal een groeicijfer van rond de 6,5% publiceren om de volatiliteit van de groei te bagatelliseren.*

**Figuur 1: Externe vraag blijft onder druk**



Bron: Bloomberg, BIS

### Chinese ontkoppeling?

Sinds ons laatste Kwartaalbericht lijkt de Chinese economie de weg naar herstel te zijn

ingeslagen. Tenminste, als we alle positieve cijfers uit China mogen geloven. In het vorige Kwartaalbericht merkten wij echter al op dat het klakkeloos overnemen van de onbetrouwbare Chinese statistieken (vooral tijdens een neergang) gemakkelijk tot verkeerde conclusies kan leiden. Wij zijn er nog altijd niet van overtuigd dat China's exportgedreven economie zich van de wereldeconomie kan ontkoppelen door simpelweg de infrastructurele investeringen te verhogen. Om de Chinese economische groei kritisch te evalueren, zullen wij ons hier richten op een analyse van de recentelijk vrijgekomen gegevens over de export en industriële productie met toegevoegde waarde (*value-added industrial output – VAIO*), bestedingen en investeringen in vaste activa (*fixed asset investment – FAI*). Daarbij zullen wij ons richten op de zwakke punten in de gepubliceerde statistieken en de neerwaartse risico's behorende bij elke component kort de revue laten passeren.

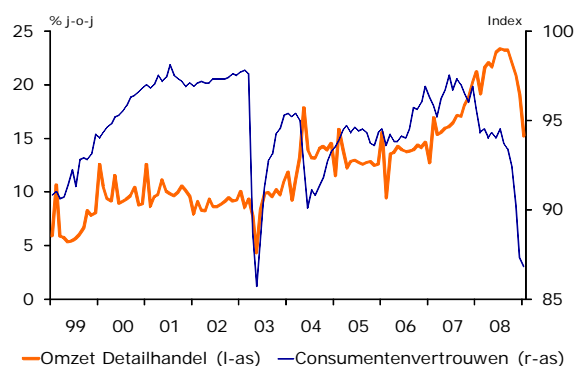
### Solide opleving van de export nog niet in zicht

Er bleef in april opmerkelijk genoeg sprake van een solide groei van de VAIO. De industriële productie steeg 7,3% j-o-j (volume), in vergelijking met 8,3% in maart. Ook de PMI ligt momenteel ruim boven de 50, wat een positief beeld schetst voor de komende periode. De export kelderde in april echter voor de zesde opeenvolgende maand, ditmaal met 22,6% in waarde, bovenop de 17,1% daling in maart. Bovendien moeten er vraagtekens worden gezet bij de gerapporteerde veerkracht van de industriële productie. Het elektriciteitsverbruik door de industriële sector –dat nauw correleert met de industriële output– daalde in april namelijk met 3,5% j-o-j, na een daling van 1,3% in maart. Tot dusver heeft de Chinese elektriciteitsraad nog geen verklaring afgegeven voor deze

# China

discrepanantie. Bovendien zijn wij er niet van overtuigd dat de recente opleving van de PMI zich de komende maanden zal vertalen in een versterking van de industrie omdat seizoensinvloeden deze index raken. De afgelopen vier jaar

**Figuur 2: Consumentenvertrouwen blijft dalen**



Bron: Bloomberg

piekte China's PMI steeds in maart en april, om vervolgens in juli weer te dalen, wat het zeer waarschijnlijk maakt dat de index de komende maanden weer onder de 50 zal duiken. Eenzelfde seizoenscyclus zien wij terugkomen in de gegevens over de VAIO-groei. De PMI is daarom in China minder geschikt als een indicator van de toekomstige productie. Bovendien is historisch een duurzame opwaartse beweging tot boven de 55 punten nodig voor werkelijk met enige zekerheid een herstel van de industriële productie zou kunnen worden aangekondigd.

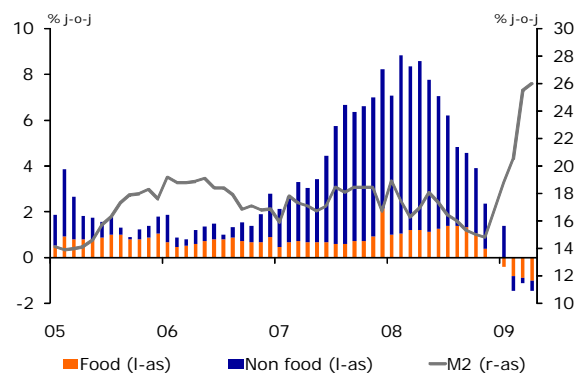
## Consumptiedaling lijkt onvermijdelijk

Veel analisten wijzen op de solide groei van de detailhandelsomzet en zien dit als bevestiging dat de bestedingen stabiel zijn gebleven, ondanks het feit dat het consumentenvertrouwen is gezakt tot een niveau dat sinds de SARS-crisis van 2003 niet is vertoond. In onze optiek ligt de verklaring voor het merkwaardige gebrek aan correlatie tussen deze statistieken in het feit dat de gegevens voor de detailhandelsomzet ook de overheidsbestedingen en zakelijke uitgaven bevatten. Zelfs de adjunct-directeur van het National Bureau of Statistics (NBS), Xu Xianchun, gaf onlangs toe dat de consumentenbestedingen zwakker zijn dan de cijfers voor de detailhandelsomzet suggereren. Dit is des te waarschijnlijker gezien de groeiende onzekerheid onder consumenten met betrekking tot hun baangarantie en inkomenszekerheid. Bovendien kan de recent uitgebroken varkensgriep ertoe leiden dat mensen uit voorzorg extra gaan sparen vanwege het gebrek aan algemene gezondheidszorg. De belofte van de autoriteiten dat in 2011 90% van de bevolking onder het stelsel van ziektekostenverzekering zal vallen, komt simpelweg te laat. De groei van de consumentenbestedingen zal voorlopig matig blijven, tenzij de overheid zinvolle stappen zet om het gebrek aan een adequaat sociaal vangnet van sociale zekerheid aan te pakken. Zij dient ook maatregelen te nemen om de toegang tot consumptieve kredietverlening te verbeteren. Binnen het enorme stimuleringspakket (USD 586 miljard) dat vorig jaar werd geïntroduceerd is slechts 4% uitgetrokken voor gezondheidszorg en onderwijs, tegenover 77% voor infrastructurele bestedingen. Hieruit blijkt dat de overheid een gewaagde gok doet en rekt op een volledig herstel van de wereldeconomie op de korte tot middellange termijn. De enorme daling van de inflatie in 2009, als gevolg van een sterkere koopkracht, is inderdaad op de korte termijn een positieve ontwikkeling voor consumenten. Hierbij bestaat er wel een klein risico dat

# China

bestedingen zullen worden uitgesteld indien de daling van non-foodprijzen (-1,5% j-o-j in april) structureel wordt. Wij verwachten dit niet omdat de prijzen van nutsvoorzieningen door de staat worden gereguleerd. Bovendien veroorzaakt het sterk expansieve macro-economische beleid van de overheid een inflatoire druk. Onze verwachting is dan ook dat de inflatie gedurende 2009 grotendeels negatief zal blijven en in 2010 weer significant zal aantrekken.

**Figuur 3: Consumenteninflatie**



Bron: Bloomberg

## Investerings bieden weinig zekerheid

De gestegen overheidsuitgaven in combinatie met sterk aantrekkende bancaire kredietverlening in de maanden tot april (188% j-o-j) hebben ogenschijnlijk geleid tot een aanzienlijke versnelling van de investeringen in vaste activa (FAI) gedurende deze periode (30,5% j-o-j). Wij hebben er echter al vaker op gewezen dat de groei van de FAI de onderliggende

zwakte van de economische activiteit in China verbloemt. Zo waren de ingehouden bedrijfswinsten vorig jaar verantwoordelijk voor de financiering van driekwart van de totale FAI (bancaire kredieten en overheidsuitgaven waren samen goed voor slechts een zesde). De vrije val van de industriële winsten in Q1 2009 met maar liefst 32,2% j-o-j had de (particuliere) investeringen in de verwerkte industrie dus significant negatief moeten beïnvloeden. Bovendien wijzen andere indicatoren eveneens op het aanhoudend lage niveau van investeringen. Zo daalde de GS China Commodity Index in de eerste week van maart met 53% j-o-j en blijft de import van kapitaalgoederen dalen.

Naar ons idee zijn deze bevindingen alleen met elkaar te rijmen door aan te nemen dat lokale overheden hun geplande of gebudgetteerde investeringen hebben gerapporteerd in plaats van de werkelijke uitgaven. Volgens een recent rapport van de National Audit Office (NAO) telden lokale autoriteiten uiteindelijk slechts minder dan de helft van de geldmiddelen neer die zij hadden toegezegd aan projecten in hun werkgebied. Bovendien beweert de NAO dat een aantal lokale ambtenaren valselijk heeft gerapporteerd over de voortgang van investeringsprojecten. Anderen zouden stimuleringsgeld simpelweg hebben gebruikt om oude schulden af te betalen. De lokale autoriteiten worden immers geacht 70% van het stimuleringspakket te financieren. De groei van de daadwerkelijke investeringen zou de komende maanden dus eigenlijk wel eens fors tegen kunnen vallen. Bovendien is ook de bancaire kredietverlening in april gekelderde (de waarde van nieuwe leningen daalde tot RMB 591,8 miljard ten opzichte van RMB 1.526 miljard in Q1). De autoriteiten vrezen verder voor een mogelijke toename van het aantal dubieuze leningen als gevolg van overcapaciteit. Hierdoor verwachten wij dat de bancaire kredietverlening nog verder zal teruglopen.

# China

## Een benadering van werkelijke groei

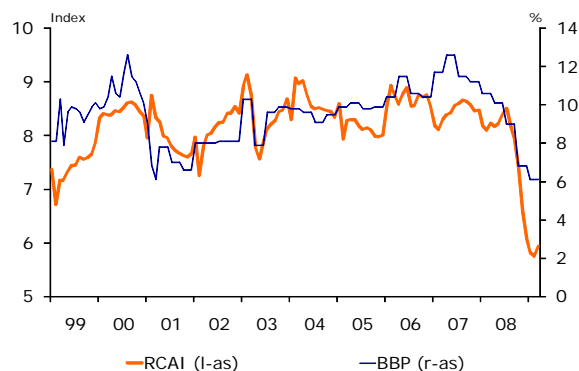
Om onze sceptische houding ten aanzien van de ware sterkte van China's economie kracht bij te zetten, komen wij met een nieuwe indicator voor de huidige economische activiteit: de **Rabo China Activity Index** (RCAI, voor meer details zie ons aanstaande Special Report). Hierbij dient opgemerkt te worden dat het Chinese Nationale Bureau voor Statistiek momenteel al een *coincident indicator* publiceert. Dit cijfer is echter gebaseerd op datareeksen die op zichzelf al problematisch zijn, waaronder de FAI en detailhandelsomzet. Zoals wij in het verleden al hebben opgemerkt in de context van BBP-schattingen, lijken beide statistieken ongeschikt te zijn als proxy voor de relevante uitgavencomponent van het BBP (zie ons Special Report 2009/03).

De RCAI suggereert dat de Chinese autoriteiten het groeicijfer voor Q1 2009 (6,1% j-o-j) flink hebben aangedikt. Het zou goed kunnen dat het groeipercentage gehalveerd moet worden. Ook de door Goldman Sachs (GSCA) en Capital Economics (CE CAP) gehanteerde groeiproxy's suggereren dat de groei in Q1 respectievelijk 3,7% of 4% bedroeg. Wij zijn daarom van mening dat de door de overheid beoogde 8% groei onhaalbaar is, tenzij de economische activiteit gedurende de rest van het jaar sterk toeneemt.

## Conclusie

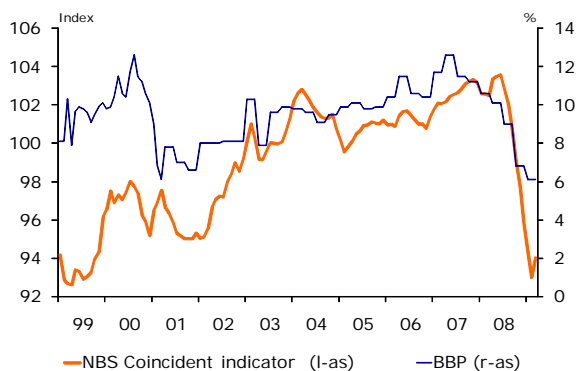
Tegen de achtergrond van de wereldwijde economische onrust is het moeilijk voor te stellen dat China's exportgedreven economie zich van de rest van de wereld heeft weten te ontkoppelen. Onze nieuwe proxy voor de huidige economische activiteit suggereert dat de overheid ook het BBP-cijfer over Q1 2009 flink heeft overdreven. Wij handhaven daarom onze verwachting dat China in 2009 met zo'n 3,5% zal groeien, in de wetenschap dat de autoriteiten een groeicijfer van rond de 6,5% zullen publiceren om burgers en investeerders gerust te stellen.

Figuur 4: Rabo China Activity Index



Bron: Rabobank, Bloomberg

Figuur 5: NBS coincident indicator



Bron: Bloomberg

Shahin Kamalodin  
S.A.Kamalodin@rn.rabobank.nl