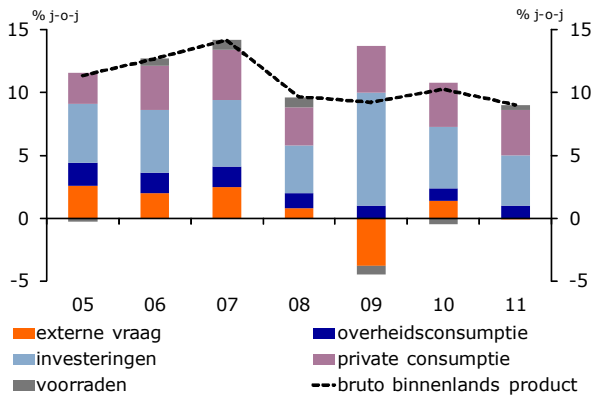


China

Deze tijger laat zich lastig temmen

In het jaar van de tijger slaagde de Chinese overheid er met moeite in om de economie onder controle te houden. Het reële bruto binnenlands product groeide in 2010 weer als vanouds, met meer dan 10%. In 2011, het jaar van het konijn, is het stabiliseren van inflatie de belangrijkste beleidsfocus. Bovendien blijft de huizenmarkt een bron van zorg.

Figuur 1: Investerings nog steeds de belangrijkste motor van de economie



Bron: EIU

Een terugblik op de tijger...

Nu de cijfers van het vierde kwartaal van 2010 bekend zijn kan de balans worden opgemaakt. In het laatste kwartaal van 2009 groeide de Chinese economie weer met dubbele cijfers. Dit nadat de overheid er gedurende het jaar alles aan had gedaan om een sterke groeivertraging in China te voorkomen. Toen dit groeitempo ook in de eerste helft van 2010 aanhield, verschoof de beleidsfocus van de Chinese overheid snel naar het voorkomen van oververhitting van de economie. In eerste

instantie leek de overheid hierin succesvol. Nadat de kredietgroei werd ingeperkt en de overheid maatregelen invoerde om de sterk stijgende vastgoedprijzen onder controle te brengen, zakte de economische groei in het derde kwartaal terug naar 9,6% jaar-op-jaar. Het lijkt er nu op dat er te vroeg is gejuicht. In het laatste kwartaal van 2010 versnelde de groei namelijk weer naar 9,8% jaar-op-jaar. Het reële BBP groeide over heel 2010 hierdoor zoals we voor de crisis gewend waren, met meer dan 10% (10,3%).

Investerings groeiden in 2010 met 11,3% op reële basis, ongeveer half zo snel als in 2009. De bijdrage van investeringen aan de groei was in 2010 dan ook minder dan in 2009. Niettemin waren investeringen vorig jaar wederom de belangrijkste motor van de economie. Iets minder dan de helft van de totale economische groei was in 2010 aan investeringen te danken. Dat de Chinese economie vorig jaar toch sneller groeide dan in 2009 kwam doordat de buitenlandse handel weer een positieve bijdrage leverde aan deze groei. In 2009 was die bijdrage nog negatief als gevolg van sterk gedaalde exporten. In 2010 herstelde de export van China weer sterk en de waarde van exporten in dollars groeide over het hele jaar gezien met 31% in vergelijking met 2009. Terwijl het handelsoverschot (in USD) met de VS over heel 2010 gezien sterk toenam ten opzichte van 2009, steeg het totale handelsoverschot van China slechts licht, van 249 miljard dollar tot 255 miljard dollar in diezelfde periode (een toename van 2,3%). Dit laatste kwam doordat in 2010 niet alleen het volume maar ook de prijzen van importen stegen (mede als gevolg van hogere grondstofprijzen vorig jaar), waardoor de waarde van importen sterk toenam.

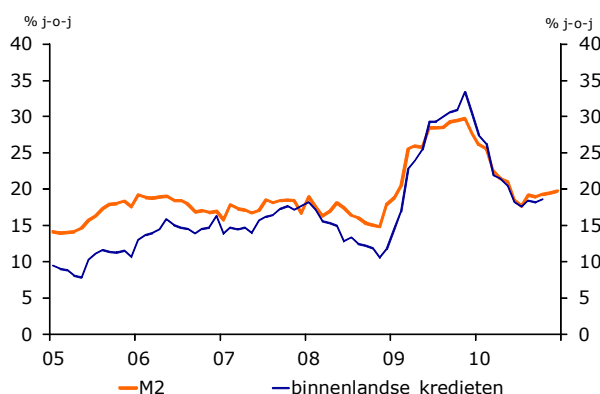
China

Na een jaar van afwezigheid begon in 2010 de inflatie weer op te lopen. In het vierde kwartaal accelereerde de inflatie sterk naar een (voorlopige) piek van 5,1% in november om in december slechts licht te dalen naar 4,6% (ten opzichte van dezelfde maand een jaar eerder). Vooral snel stijgende voedselprijzen geven sinds midden 2010 een sterke opwaartse druk op consumentenprijzen. Dit is het gevolg van tegenvallende oogsten in China en andere voedselproducerende landen, waardoor het aanbod krap is.

Gestegen voedselprijzen zijn de belangrijkste, maar niet de enige oorzaak van de oplopende inflatie. Ook de sterke monetaire groei in de afgelopen jaren begint door te werken in een hogere inflatiedruk. De overheid had vorig jaar moeite om de binnenlandse kredietgroei onder controle te krijgen. Hoewel deze met 20,5% in 2010 een stuk lager was dan in 2009 (toen groeiden de uitstaande kredieten met 30%), was dit nog steeds hoger dan de overheid had gewild. Gevolg hiervan was dat ook de groei van de geldhoeveelheid (M2) met 20% in 2010 hoger uitviel dan de door de autoriteiten geplande 17%. Zo steeg de kerninflatie (exclusief de volatiele voedsel- en energieprijzen) van 1,1% in augustus tot 1,7% in december (vergeleken met dezelfde maand in 2009).

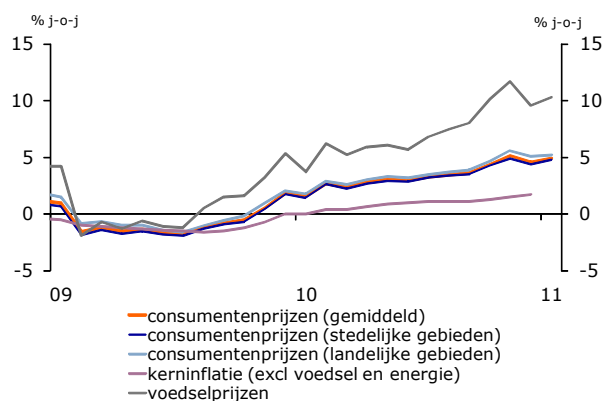
De prijsstijgingen lopen per regio sterk uiteen. Zo stegen de prijzen in de westelijke provincie Qinghai tussen december 2009 en december 2010 met 6,6%, terwijl de prijzen in Peking in die periode met slechts 3,4% toenamen. Ook is inflatie in de armere landelijke gebieden wat hoger dan in de rijkere stedelijke gebieden. Lage inkomens worden bovendien harder getroffen door stijgende voedselprijzen omdat zij een relatief groter deel van hun inkomen aan voedsel besteden dan mensen met een hoger inkomen. Mede hierdoor zijn stijgende (voedsel-)prijzen een potentiële bron van onrust onder de bevolking, wat de grootste angst is van de Chinese overheid. De beleidsfocus verschoof in het laatste kwartaal van 2010 dan ook van het stabiliseren van economische groei naar het stabiliseren van inflatie.

Figuur 2: Kredietgroei stuwt groei geldhoeveelheid



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 3: Inflatie in 2010 terug van weggeweest

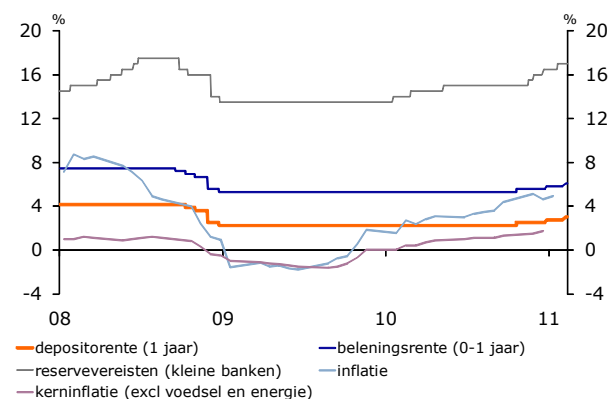


Bron: Reuters EcoWin

China

De terugkeer van inflatie creëert voor de centrale bank moeilijkheden voor haar monetaire beleid. Zolang de inflatie laag is, kan de centrale bank zonder probleem een groeistimulerend monetair beleid voeren. Het wisselkoersbeleid, dat

Figuur 4: Monetair beleid verscherpt naar aanleiding van oplopende inflatie



Bron: Reuters EcoWin

momenteel gericht is op een langzame appreciatie van de yuan ten opzichte van de USD is hier een onderdeel van. Om dit te bereiken moet de centrale bank regelmatig in de valutamarkt interveniëren. Hoewel de beleidsfocus nu is verschoven naar het stabiliseren van inflatie, blijft het wisselkoersbeleid nog altijd primair gericht op het stimuleren van groei. De centrale bank is zo in een beleidsspagaat terecht gekomen. Om inflatie tegen te gaan, is de overheid de afgelopen maanden steeds harder op de monetaire rem gaan staan en zijn ook de rentes verhoogd. Omdat hogere rentes meer kapitaalinstromen aantrekken, geeft dit een grotere opwaartse druk op de yuan. Als gevolg hiervan zijn meer interventies

in de wisselkoers nodig. Deze interventies creëren weer een opwaartse druk op de inflatie als deze niet worden gesteriliseerd door een nog scherper monetair beleid. Een van de manieren waarop dit in China wordt gedaan is door het verhogen van de vereiste reserves die banken bij de centrale bank moeten aanhouden. We zien dat de reservevereisten zijn verhoogd op het moment dat de inflatie begon toe te nemen en dat ze in korte tijd met 200 basispunten zijn verhoogd na de renteverhogingen in het vierde kwartaal (zie figuur 4).

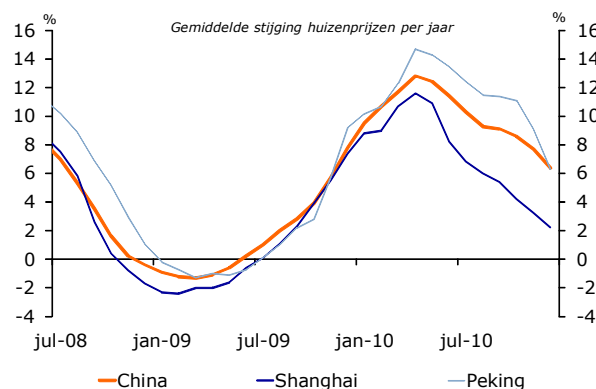
...en een vooruitblik naar het konijn

Het stabiliseren van inflatie blijft zeker in de eerste helft van het jaar van het konijn (dat loopt van februari 2011 tot februari 2012) de belangrijkste beleidsfocus. Begin februari zijn de beleidsrentes opnieuw met 25 basispunten verhoogd naar 6,06% voor leningen met een looptijd tot een jaar en naar 3% op 1-jaars deposito's. Recentelijk zijn de reservevereisten verder verhoogd met 50 basispunten naar een recordhoogte van 19,5% voor grote banken en 17,5% voor kleine banken. Als gevolg van de recente extreme droogte in een aantal van de belangrijkste graanproducerende provincies van China zullen voedselprijzen ook in de komende maanden een opwaartse druk op de consumentenprijzen blijven uitoefenen. Verdere verhogingen van de rentes zijn daarom waarschijnlijk en ook verdere verhogingen van de reservevereisten liggen in de lijn der verwachting. Behalve de genoemde grotere kapitaalinstromen wordt ook verwacht dat de VS hun beleid gericht op een 'stille' verzwakking van de dollar dit jaar zullen voortzetten. Het is echter de vraag hoeveel bijsturing nog nodig is.

China

Van toegenomen onrust onder de bevolking lijkt (vooralsnog) geen sprake te zijn en het lijkt erop dat de reeds ondernomen acties beginnen te werken. Zo wijst de sterke verslechtering van het producenten- en consumentenvertrouwen in de

Figuur 5: Huizenprijzen stijgen minder snel



Bron: Reuters EcoWin

eerste twee maanden van het jaar op een aankomende groeivertraging. Een gevaar is dat de autoriteiten te hard op de monetaire rem gaan staan. Dit zou namelijk kunnen resulteren in een onnodig beperking van de groei.

De vastgoedsector blijft bij Chinese beleidsmakers voor hoofdpijn zorgen. Lage rentes, investeringen in de vastgoedsector vanuit het buitenland (20% van de binnenkomende investeringen was vorig jaar bestemd voor de vastgoedmarkt) en speculatie oefenden opwaartse druk uit op de huizenprijzen.

Bovendien investeerden spaarders een groter deel van hun spaargeld in vastgoed in plaats

van dit op de bank aan te houden, vanwege de negatieve reële spaarrente in het grootste deel van 2010. Om de huizenmarkt gecontroleerd af te laten koelen heeft de overheid in april en september 2010 en begin 2011 drie rondes van administratieve maatregelen afgekondigd. Zo is de eigen bijdrage voor het kopen van een tweede huis verhoogd en is het nu in 27 grote steden niet langer mogelijk een derde huis aan te schaffen. Als gevolg van deze maatregelen vertraagde de jaar-op-jaarstijging van huizenprijzen van ruim 13% in april tot 6,4% in december. Met gemiddeld 10% in 2010 is de nominale stijging van de huizenprijzen niet direct problematisch. Het nominale BBP van China groeide immers met 11,6%. Maar de prijzen van huizen en vooral appartementen in het topsegment in een aantal grote steden stegen een stuk sneller als gevolg van speculatie. De angst is dan ook dat in een aantal segmenten van de huizenmarkt alsnog een sterke correctie zal plaatsvinden. Ervaring leert dat hogere beleidsrentes hiervoor de aanzet kunnen geven, zeker als speculatie in het spel is. Een dergelijke correctie zal een strop betekenen voor Chinese banken. En de kans is groot dat de overheid dan zal moeten bijspringen om de financiële sector te ondersteunen.

Het strakkere monetaire beleid zal een negatief effect hebben op de economische groei in 2011. Daarnaast zal de bijdrage van het buitenland aan de economische groei naar verwachting wegvallen. Op dit moment wordt de reële groei van het BBP in 2011 op 9% geschat, terwijl de overheid zich –net als altijd– 8% als doel heeft gesteld. Nog wel, want de Chinese overheid heeft aangekondigd dat zij dit doel in de komende jaren naar 7% zal bijstellen.

Erwin Blaauw
E.R.Blaauw@rn.rabobank.nl