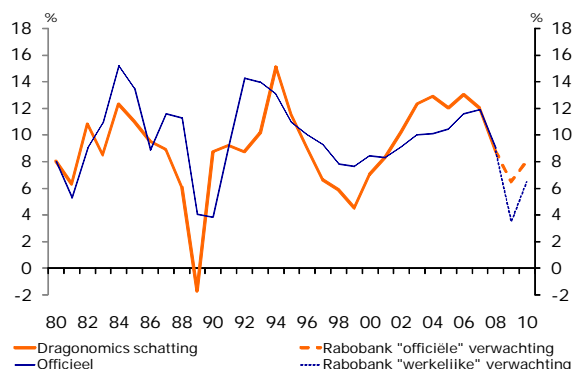


China

Metten is geen weten

Onze reële groeiverwachting voor China in 2009 is bijgesteld naar 3,5% j-o-j. Wij verwachten echter dat de overheid een percentage van rond de 6,5% zal publiceren om sociale onrust te voorkomen. Hoe dan ook is de voorspelling dat China de rest van de wereld uit de huidige crisis zal trekken wellicht een iets te optimistisch scenario.

Figuur 1: Voorspelling BBP-groei



Bron: Dragonomics, Rabobank

Harde landing in het vooruitzicht

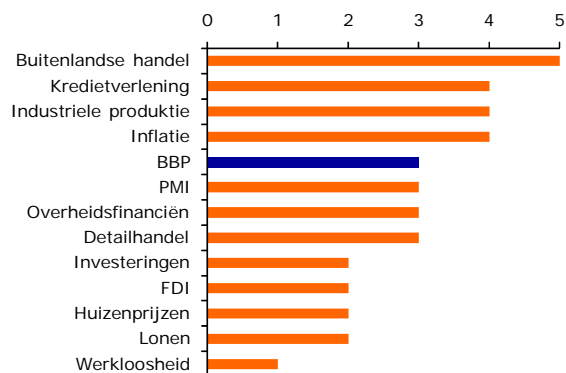
De Chinese economie ziet in 2009 de meest forse groeivertraging van de laatste 20 jaar tegemoet als gevolg van een zwakkere externe vraag en dalende investeringen in de vastgoedsector. De hamvraag is hoe diep en langdurig deze neergang zal zijn. Gezien de beruchte onbetrouwbaarheid van China's economische statistieken is een nauwkeurige inschatting van de volumegroei van het BBP geen geringe opgave (zie figuur 1). Wij zijn de uitdaging aangegaan en hebben getracht te

komen met een betrouwbare verwachting voor de BBP-groei waarin de heersende onzekerheden op het gebied van export, investeringen en bestedingen zijn opgenomen.

Verzwakkende externe vraag...

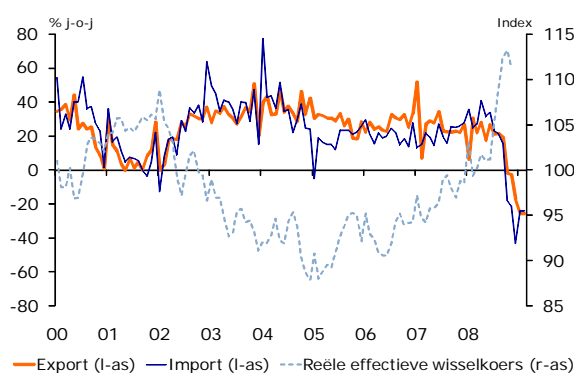
Onze verwachting dat de VS en de EU in 2009 een pijnlijke economische krimp zullen doormaken, vormt een significant neerwaarts risico voor China's groei. De export, 35% van het BBP, kelderde in februari op jaarbasis met 25,7% in waarde (zie figuur 3). De impact van de exportsector wordt nog duidelijker uit recente berekeningen van Goldman Sachs. Als bij de export de door export

Figuur 2: Betrouwbaarheid China's statistieken (meest betrouwbaar = 5)



Bron: Goldman Sachs

Figuur 3: Externe vraag



Bron: Bloomberg, BIS

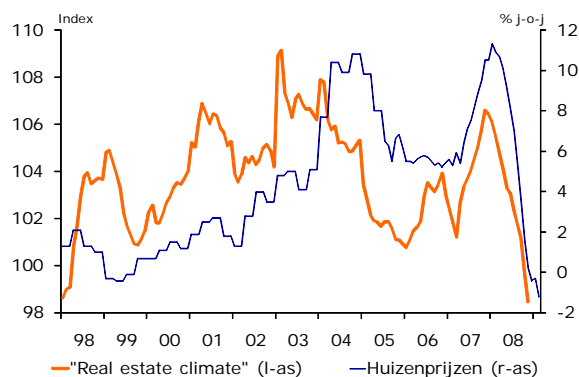
China

gedreven kapitaalinvesteringen worden opgeteld en er wordt gecorrigeerd voor de import- component van de export, is de bijdrage van de exportsector 48% van het BBP. Een zeer belangrijk punt is dat de groei van de import, een maatgevende indicator voor de export, finaal onderuit is gegaan in februari (-24.1% j-o-j). De verwerking van import voor export vormt bijna de helft van China's totale handel.

...leidt tot inzakkende investeringen...

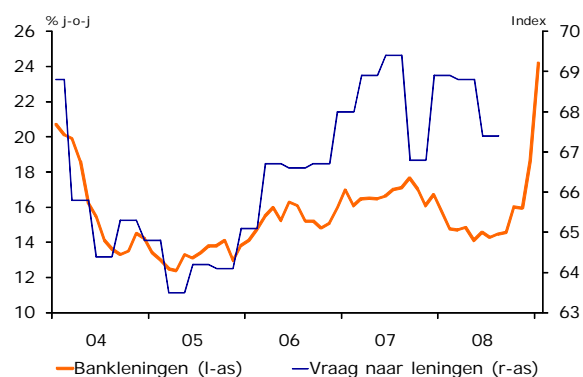
Het volume van de investeringen in vaste activa in steden lag in februari 26,5% hoger dan een jaar eerder. Dit cijfer verbloemt echter de onderliggende zwakte van de economische activiteit in China. Op het moment worden grondaankopen tot de investeringen in kapitaalgoederen gerekend terwijl zij geen nieuwe productiecapaciteit vertegenwoordigen. Door de data niet te corrigeren voor de grondaankopen worden de gerapporteerde gegevens aangaande capaciteitsuitbreiding te rooskleurig afgeschilderd. Dit probleem wordt verergerd door de snelle stijging van de grondprijzen in de laatste jaren. De enorme correctie op de huizenmarkt (zie figuur 4) wijst erop dat de reële vastgoedinvesteringen, gelijk aan een kwart van de totale investeringen, zullen afnemen. Een grotere zorg is de afzwakkende verwerkende industrie die goed is voor 30% van de totale investeringen. Doordat het overgrote deel van de investeringen in vaste activa voortkomt uit ingehouden winsten, verwachten wij dat de investeringen in de verwerkende industrie zwak zullen blijven. De winsten daalden in Q4 2008 namelijk met 26,5% j-o-j. De in januari uitgebreid in de krantenkoppen figurerende USD 235 miljard aan nieuwe bankleningen zal slechts geringe verlichting geven aangezien bankfinanciering slechts 20% van de financiering van de investeringen in vaste activa in China voor haar rekening neemt. Bovendien is dit getal mogelijk opgeblazen omdat 39% van de leninggroei in de vorm is van financiering (het zogenaamde *bill financing*, zie figuur 6), wat voornamelijk wordt gebruikt om de balans sluitend te krijgen en niet leidt tot extra investeringen.

Figuur 4: Vastgoedsector



Bron: Bloomberg

Figuur 5: Kredietvraag en verstrekte leningen



Bron: People's Bank of China

China

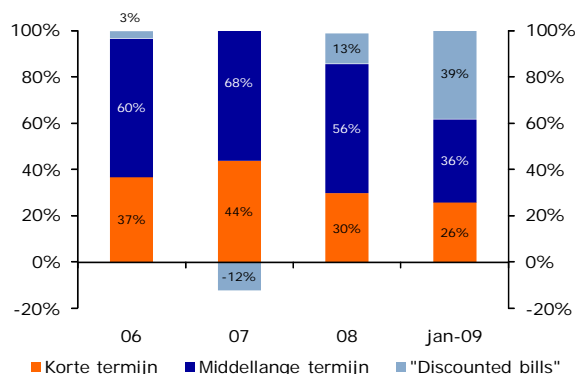
...en dalende bestedingen

Het bepalen van de particuliere bestedingen in China is een grote opgave. Deze worden namelijk gemeten met behulp van twee gebrekkige statistieken, de detailhandelsomzet en een enquête naar huishoudelijke bestedingen. De eerste geeft een vertekend beeld omdat hierin zowel overheidsbestedingen als zakelijke uitgaven liggen besloten (zie figuur 7). Dit kan de robuust ogende omzet in deze tijden van teruglopende economische groei mogelijk verklaren (zie figuur 7). De tweede is eveneens onbetrouwbaar vanwege het gebrek aan betrouwbaarheid. De werkloosheidsvoet is ook geen goede meetlat voor de toekomstige ontwikkelingen in de bestedingen. Alleen officieel geregistreerde arbeiders worden hierin opgenomen. Het laat naar schatting 130 miljoen illegale gastarbeiders onvermeld. De toenemende onzekerheid over het economisch klimaat zal tot een daling van de uitgavenbereidheid leiden. Dit blijkt al uit de flinke klap die het consumentenvertrouwen in het afgelopen jaar heeft opgelopen. De bestedingen zullen dus niet fungeren als de krachtige drijfveer die de cijfers doen vermoeden. Zelfs het stimuleringspakket van USD 585 miljard, dat in een gereviseerde vorm meer nadruk legt op gezondheidszorg en onderwijs, zal onvoldoende zijn om de algehele consumptie op peil te houden.

De waarheid verdoezelen omwille van sociale stabiliteit

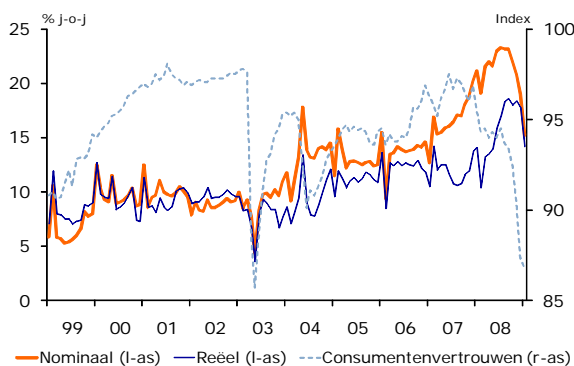
De economische neergang zal in China heviger zijn dan de autoriteiten bereid zijn toe te geven. De hoekstenen van de Chinese economie – export, investeringen en bestedingen – zijn er erger aan toe zijn dan de officiële cijfers doen geloven. In onze groeivoorspelling zal de fiscale en monetaire verruiming pas in H2 2009 grip op de situatie krijgen. Het is dan ook ijdele hoop dat een exportgedreven economie zoals China dit jaar de door de overheid nagestreefde 8% reële groei zal behalen, terwijl de wereldeconomie in een van de diepste recessies ooit verkeert. De ervaring echter leert dat de autoriteiten een cijfer van rond de 6,5% zullen publiceren om koste wat het kost sociale onrust te voorkomen.

Figuur 6: Samenstelling van de leninggroei



Bron: HSBC

Figuur 7: Detailhandelsomzet



Bron: Bloomberg

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