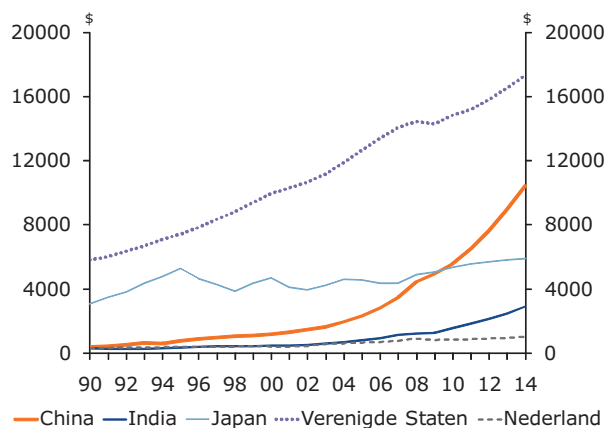


China

Goud aan eind van de regenboog?

Wanneer wordt China een volwassen economie? In de afgelopen decennia heeft het land een sterke ontwikkeling doorgemaakt door een grotere inzet van arbeid en het langzaam openstellen van de grenzen. Het afgelopen jaar heeft twee aspecten van China laten zien: het land kan ook zonder de exportsector sterk groeien en het heeft nog geen volwassen economie.

Figuur 1: BBP-ontwikkeling



Bron: EIU

Introductie

Toen Deng Xiaoping aan het eind van de jaren zeventig van de vorige eeuw besloot dat het roer om moest, was China een zeer arm land. Sinds 1990 is de economie met gemiddeld 10% per jaar gegroeid. Dit jaar zal China de tweede economie van de wereld worden na de Verenigde Staten. Daarmee is de inhaalslag nog lang niet voltooid. Gezien de grootte van het land en de historische positie die het op de economische ranglijst ooit innam (de grootste economie ter wereld met 33% van het totale BBP in 1820) is er nog een lange weg te gaan.

Op dit moment produceert China met 20% van de wereldbevolking slechts ongeveer 8,5% van het mondiale BBP. China is nog steeds op weg naar een Chinese variant van socialisme. Kort door de bocht houdt dit in dat er marktwerking bestaat in de economie, maar dat op politiek (en sociaal) niveau de centrale overheid de touwtjes stevig in handen houdt. Aan het eind van de rit zou China een volledig concurrerende economie moeten hebben, waarbij alle handelsbarrières zijn verdwenen. Het afgelopen jaar bewijst volgens velen dat het Chinese systeem werkt. De economie is sterk gegroeid, en de 'uitwassen' van het kapitalisme hebben China niet bereikt.

Het goud van het Chinese systeem...

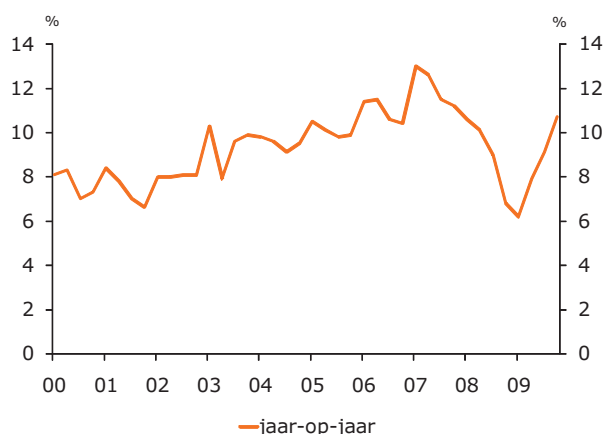
China is sterker uit de crisis gekomen dan de westerse economieën. Ten eerste werd de Chinese economie niet direct geraakt door de crisis in de financiële sector. Daarnaast had het land de mogelijkheid om sneller en meer diepgaand in het systeem in te grijpen dan in het westen. Het stimuleringspakket van 586 miljard dollar (12% BBP) werd gecombineerd met een sterke stijging van nieuwe leningen. Hierdoor wist China de gevolgen van de crisis voor de economische groei en de werkgelegenheid te beperken. Het land kon in 2009 uitstekende groeicijfers overleggen. Gezien het doel van de regering om jaarlijks met meer dan 8% te groeien, was het eerste kwartaal nogal zorgwekkend met een reële groei van 6,2% j-o-j. Ook waren er serieuze twijfels over de betrouwbaarheid van de Chinese data, omdat het groeipatroon afweek van de periodes daarvoor. Toch bestaat er geen twijfel over de zeer goede prestaties van China in 2009. Dit valt onder andere af te lezen aan de importcijfers en de industriële productie.

China

Het land is lange tijd het enige lichtpuntje geweest in de wereldeconomie en heeft waarschijnlijk ook daardoor weer een extra steun in de rug gekregen door investeringen en aantrekkende binnenlandse vraag. De sterke cijfers die China

in het derde en vierde kwartaal kon overleggen, verbaasden dan ook niet. De combinatie van daadkracht, financiële slagkracht en onmiddellijk economisch succes heeft een grote aantrekkingskracht op economen. China lijkt onaangetast door de grillen van de markt en zou daarmee een volgende fase hebben bereikt in de ontwikkeling: niet langer afhankelijk van de westerse economieën. Het Chinese systeem van geleidelijke overgang naar marktwerking, maar met een sterk regulerende overheid lijkt daarmee een succes.

Figuur 2: Chinese groei



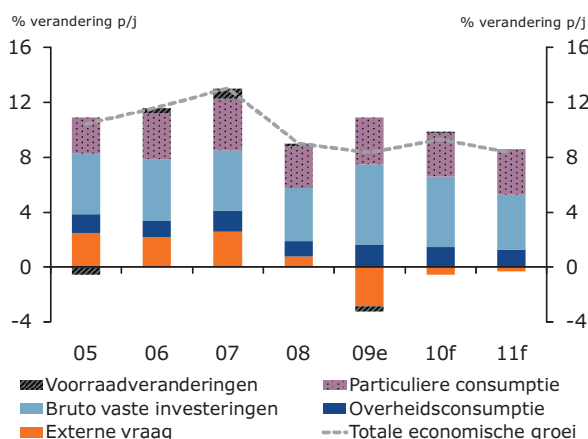
Bron: Bloomberg

... is niet alles wat er blinkt

Deze conclusie is echter wat overhaast. Zoals gemeld zijn de stimuleringsmaatregelen van de overheid de belangrijkste oorzaak geweest

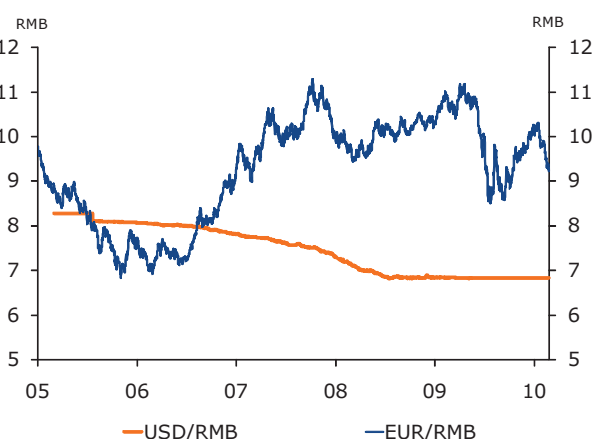
voor de economische groei. De werkelijke toegevoegde waarde van de investeringen die uit het stimuleringspakket zijn gevloeid, zal nog moeten blijken. Voorlopig zijn er nog voorbeelden te over van lege wegen, woningen, bedrijfspanden en steden. De verschuiving in de structuur van de economische groei in 2009 laat de impact van de overheid zien (grafiek 3). Zoals wij vaker hebben gemeld zal de binnenlandse consumptie de rol van de overheid (investeringen) en het buitenland (export) over moeten gaan nemen. Deze verandering komt maar langzaam op gang, omdat de overheid er nog steeds voor kiest met name de exportsector de kar te laten trekken. Niettemin is de huidige strategie op

Figuur 3: Structuur van economische groei



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 4: Koppeling aan de dollar



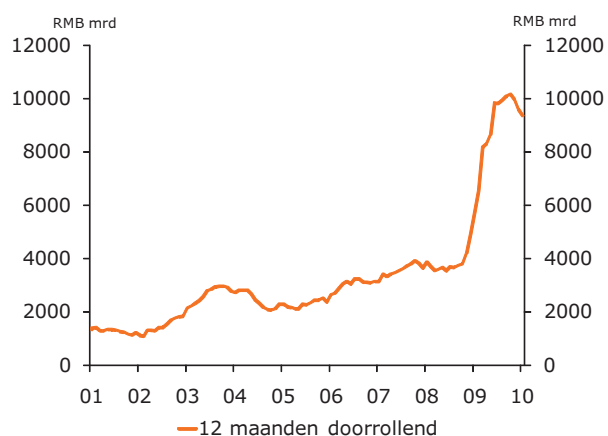
Bron: Bloomberg

China

termijn onhoudbaar. Niet alleen groeit het internationale protest tegen de Chinese beschermingsmuren –zoals de koppeling op een te laag niveau van de renminbi aan de Amerikaanse dollar– ook vanuit het binnenland zal de roep om

goedkopere buitenlandse producten sterker worden. Dan zal blijken dat China nog ver weg is van een volledig concurrerende economie. De huidige protectiemaatregelen beschermen bedrijven die doordat ze minder concurrentie ondervinden ook minder innoveren. Technologische ontwikkeling in China komt wel langzaam op gang, maar staat nog niet in verhouding tot die in het westen. Dit zal moeten gaan veranderen om ook op lange termijn te kunnen concurreren. De overheid moet zich terugtrekken uit de economie, de binnenlandse markt zal zich moeten gaan ontwikkelen en –misschien wel het voornaamste– de financiële sector moet de vrijheid krijgen om als werkelijk smeermiddel voor de economie te gaan fungeren.

Figuur 5: Nieuwe leningen



Bron: Bloomberg, Rabobank

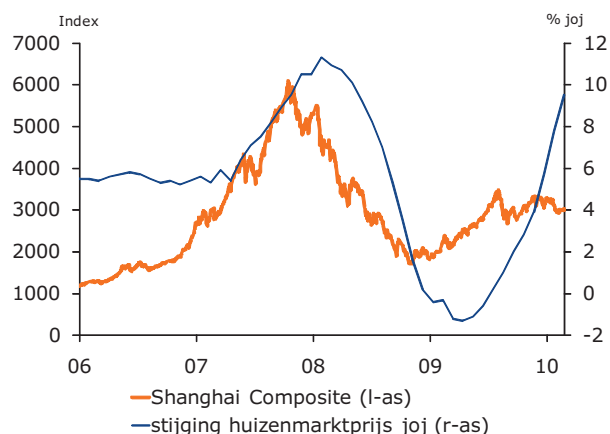
Grote Sprong Voorwaarts, deel II?

Als China nog zo ver verwijderd is van een volwassen economie, rijst de vraag of de economische prestatie van de afgelopen anderhalf jaar geen Pyrrusoverwinning is. De kosten van de operatie waren namelijk hoog. Hoewel de Chinezen de financiële rekening goed kunnen dragen, zijn de structurele lasten moeilijker te duiden. In de afgelopen jaren heeft de overheid de banken steeds meer ruimte gegeven om commerciëler te gaan werken. Het management werd geprofessionaliseerd en er werd meer aandacht geschonken aan voorzieningen om ook veilig te kunnen groeien. Door politieke druk hebben de banken minder aandacht besteed aan het inschatten van de risico's op nieuwe leningen. Bovendien werd het door de lage rentestand moeilijk om goede winstcijfers te overleggen zonder de voorzieningen aan te tasten. Veel van de nieuwe leningen worden gebruikt om oude leningen af te lossen. Als er niet weer meer leningen worden verstrekt, zal het aantal leningen waarop niet wordt afgelost op termijn gaan stijgen. Hierdoor kunnen banken die in de tussentijd hun voorzieningen niet op orde hebben gebracht in de problemen komen. Problemen in de Chinese bancaire sector zullen ons inziens niet snel leiden tot een grote economische crisis, maar het is wel tijd voor de overheid om zich te bezinnen. Want de groeiende invloed van de overheid op het bankwezen is gevaarlijk voor de lange termijn in China is. Dit leidt tot inefficiënte toewijzing van kapitaal die het land niet helpt voor te bereiden op meer concurrentie. De kosten van het overheidsingrijpen zijn in China in tegenstelling tot in de westerse economieën niet direct te zien op de begroting. Maar de structurele uitwerking ervan op de economie is toch ingrijpend. Naast deze structurele uitdagingen staat China op korte termijn voor de zware taak om het uiteenspannen van zeepbellen op de huizenmarkt tegen

China

te gaan. Grafiek 6 laat zien hoeveel de huizenprijzen weer zijn gestegen sinds begin 2009. Ook de aandelenmarkt heeft zeer goed gepresteerd. Volgens overheidsfunctionarissen waren deze stijgingen op zijn minst deels toe te schrijven aan de liquiditeit die in de markt is gezet door de banken.

Figuur 6: Huizenmarkt en aandelenbeurs



Bron: Bloomberg, NDRC

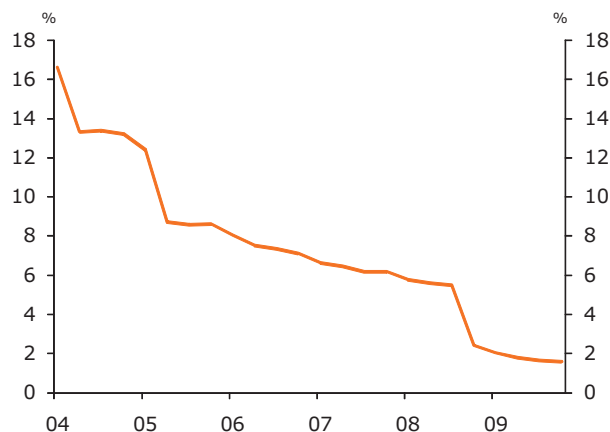
Wat biedt de toekomst?

We gaan ervan uit dat China niet weer de historische fout zal maken om in zichzelf gekeerd te raken. Dit betekent dat de structurele kwetsbaarheden van de financiële sector zullen moeten worden aangepakt terwijl de economie zich langzaam opent. In het binnenland zal men ook hard moeten werken aan sociale voorzieningen die het mogelijk maken dat de particuliere consumptie stijgt. Deze stappen zullen energie en groei gaan kosten op de middellange termijn.

We voorzien geen negatieve gevolgen voor de groei in 2010. Dit jaar zal de groei tot boven

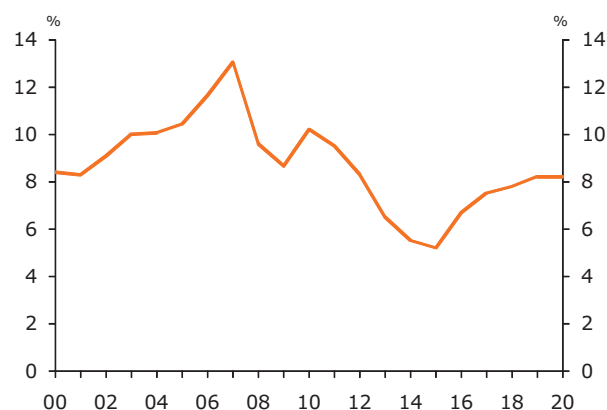
de 9% stijgen aan de hand van de stimuleringsmaatregelen en een licht herstellende externe sector. Op de middellange termijn zien we een terugval van de groei tot onder de 8% per jaar als China structurele wijzigingen doorvoert. China zal bovendien moeten investeren om de gevolgen van een eventueel stagnerende huizenmarkt tegen te gaan. We denken dat het land daar redelijk succesvol in kan zijn door de financiële slagkracht die het nog steeds heeft. Er staat wellicht een pot goud aan het einde van de regenboog, maar waarschijnlijk wel verder weg dan men denkt.

Figuur 7: Noodlijdende kredieten



Bron: Bloomberg

Figuur 8: Economisch groeipad



Bron: EIU

Jeroen van IJzerloo
J.IJzerloo@rn.rabobank.nl