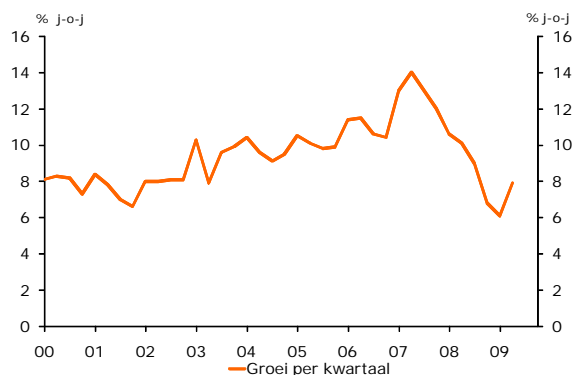


China

Effectief beleid?

De Chinese economie groeide –volgens de officiële statistieken– 7,9% jaar-op-jaar in het tweede kwartaal. Ondanks onze twijfel over het niveau van de Chinese groei is duidelijk dat het stimuleringspakket van de Chinese overheid een groot effect heeft. Er zijn echter wel kanttekeningen bij te plaatsen.

Figuur 1: Officiële groeicijfers



Bron: Reuters EcoWin

Stimulering heeft direct effect

De Chinese overheid stimuleert de binnenlandse vraag op twee manieren. Ten eerste door een stimuleringspakket ter waarde van 586 miljard dollar. Ten tweede door banken te overreden meer krediet te verstrekken. Banken gaven gehoor aan deze oproep en hebben in de eerste helft van 2009 meer dan 1.000 miljard dollar aan leningen verstrekt. Het is duidelijk dat de overheidsmaatregelen hebben gewerkt. Volgens de officiële data is de reële economische groei gestegen van 6,1% jaar-op-jaar (j-o-j) in het eerste kwartaal naar

7,9% j-o-j in het tweede kwartaal. De overheid denkt nu ook de 8% te gaan halen voor geheel 2009. Dit is van zeer groot belang voor de overheid, die in het verleden meermalen heeft laten weten een reële groei van 8% als minimum te beschouwen om sociale onrust te voorkomen. Het ziet er naar uit dat het China gaat lukken om aan het eind van het jaar te laten zien dat de economie dit jaar met 8,5% is gegroeid. Of dat cijfer het werkelijke niveau aangeeft betwijfelen we sterk. Desondanks is duidelijk dat de weg naar boven is ingeslagen door het pakket aan maatregelen dat de overheid heeft genomen.

Hoe werkt het pakket aan maatregelen?

Het stimuleringspakket ter waarde van 586 miljard dollar werd eind 2008 gepresenteerd als de oplossing om de Chinese economie te behoeden voor een diepe val. Van het pakket zou het grootste gedeelte ten goede moeten komen aan decentrale investeringsprojecten zoals het opbouwen van infrastructuur. Het lange-termijn voordeel is evident: een verbeterde infrastructuur. Daarnaast zou het op korte termijn moeten leiden tot minder werkloosheid en een hogere binnenlandse consumptie. Een klein gedeelte zou worden uitgetrokken voor verbeteringen in onderwijs, gezondheidszorg en sociale zekerheid.

Ook bankleningen zouden de economie direct en indirect moeten ondersteunen. De te verstrekken leningen zouden door de Chinezen worden gebruikt voor investeringsdoeleinden en consumptie. Om de verstrekking van bankleningen aan te jagen heeft de centrale bank haar rentetarief naar beneden bijgesteld. Daarnaast heeft de politieke top in China haar netwerk ingeschakeld om van de banken te eisen dat het aantal leningen zou gaan stijgen. Dit heeft zeer veel effect gehad.

China

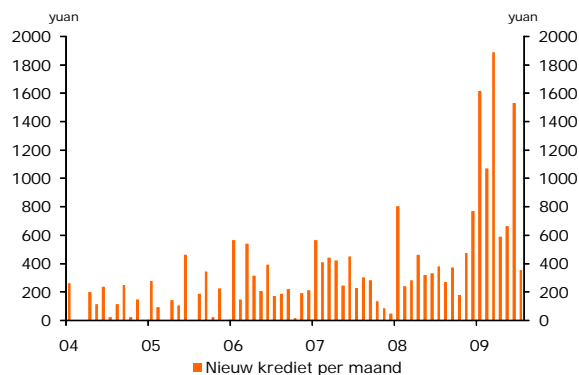
Het doel van de overheid was om in 2008 voor minimaal 5.000 miljard yuan aan nieuwe leningen te verstrekken. In de eerste helft van het jaar hebben de Chinese banken reeds 7.370 miljard yuan aan nieuw krediet verleend. Hoewel de verwachting is dat in de tweede helft van het jaar het tempo zal afnemen, is een verdubbeling van de doelstelling niet onwaarschijnlijk.

Voordelen op korte termijn

Als de nieuwe kredietverlening wordt opgeteld bij het stimuleringspakket van de overheid, gaat het om een totaal van omgerekend 1.500 miljard dollar aan steunmaatregelen. Het positieve effect van de maatregelen is met name te zien in het vertrouwen van de Chinezen in de economie. Het producentenvertrouwen steeg van 41 punten in december 2008 naar bijna 53 punten in juli 2009. Bij een score hoger dan 50 geeft de index aan dat een meerderheid van de producenten positief is gestemd over de toekomst van de economie in het komende jaar. Ook het buitenland kijkt over het algemeen positief naar het Chinese herstel. De grootste onduidelijkheid betreft echter de betrouwbaarheid van de groeicijfers zoals die worden gepresenteerd door de Chinese overheid. De meeste analisten laten dit probleem echter links liggen. De schattingen van de economische groei –door de neutraal tot positief gestemde analisten– lopen uiteen van 7,5% tot 9,3%.

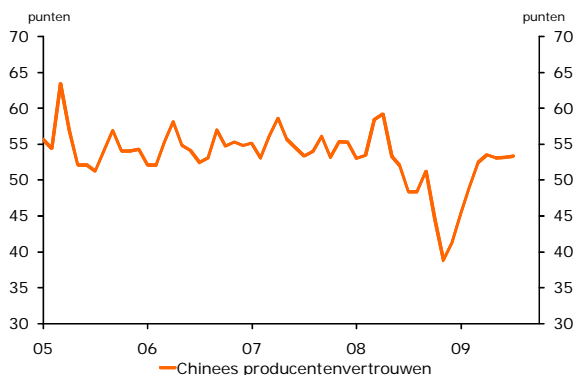
Het vertrouwensaspect speelt ook een belangrijke rol bij het tweede positieve effect van het pakket aan maatregelen: er is geen sociale onrust uitgebroken naar aanleiding van economische crisis. De Chinezen zien aan de ene kant dat het besteedbaar inkomen niet hard wordt geraakt, en bovendien zijn de prognoses zeer goed. De wereldeconomie mag dan in crisis zijn, in China lijkt het geen effect te hebben. Deze gedachtengang is zeer welkom voor het Partijbestuur van China. De risico's van een economisch gedreven opstand lijken afgeweerd.

Figuur 2: Groei van de kredietverlening



Bron: Bloomberg

Figuur 3: Economisch vertrouwen



Bron: Reuters EcoWin

China

Nadelen op korte termijn

Ondanks de successen kleven er ook nadelen aan het stimuleringspakket. Door de overheidsinvesteringen zijn de grondstofprijzen de afgelopen maanden weer sterk gestegen. Het Chinese bedrijfsleven heeft moeite om de kostprijsstijging aan haar klanten door te berekenen. De primair op export ingestelde industriële sector heeft zich meer op de lokale markt moeten richten, door uitval van de vraag vanuit westerse economieën. Op deze lokale markt is daardoor meer concurrentie gekomen, wat de winstmarges voor bedrijven drukt. De economische groei zorgt vraagherstel, maar door een daling van de winstmarges ziet het er naar uit dat een aantal bedrijven de slag niet zal overleven.

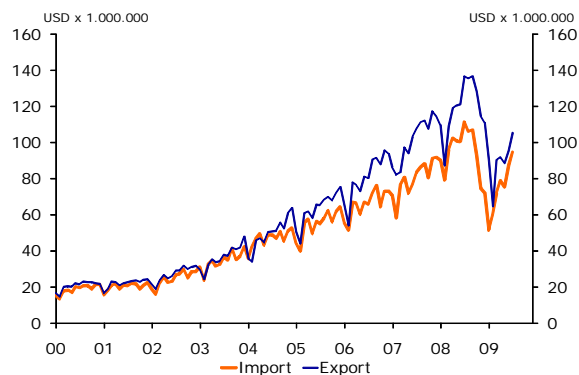
Belangrijker is wellicht dat ongeveer de helft van de nieuwe leningen is besteed aan investeringen op de huizenmarkt (30%) en de aandelenmarkt (20%). Het is gezien het koersverloop van de Chinese beursindex niet onwaarschijnlijk dat deze toestroom van kapitaal heeft bijgedragen aan een overschatting van de beurswaarde van Chinese bedrijven. Een nieuwe 'bubbel' kan in de maak zijn. Overigens zal het effect van een barstende bubbel op de Chinese aandelenmarkt waarschijnlijk slechts lokaal gevolgen hebben, gezien de beperkingen voor buitenlanders om in Chinese bedrijven te investeren.

Nadelen op lange termijn

Op lange termijn zijn de gevolgen van de keuzes die de Chinese overheid maakt ernstiger, doordat zij niet kiest voor een fundamentele herziening van het economisch model. Groei wordt nog steeds grotendeels gebaseerd op investeringen en export. Dit terwijl de exportmarkten in zeer barre omstandigheden verkeren (daling van 23% j-o-j van het exportvolume). Bovendien is er al een productieoverschot, dat door de additionele investeringen alleen maar zal worden verergerd.

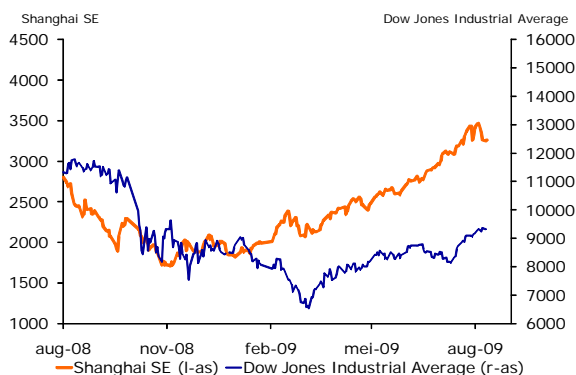
De overheid zou moeten kiezen voor een groeimodel waarin structureel meer ruimte is voor binnenlandse consumptie als motor voor de economie. Dit vereist

Figuur 4: Import en export



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 5: Aandelenmarkt

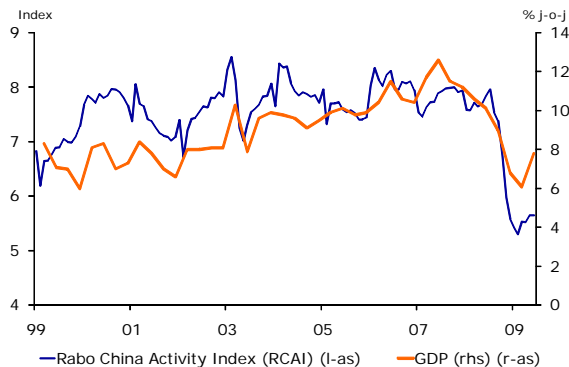


Bron: Bloomberg

China

meer investeringen in onderwijs, gezondheidszorg en sociale zekerheid dan op dit moment wordt gedaan. Alleen dan zullen de Chinezen hun spaarquote verlagen. Nu gaat een groot deel van de nieuw verstrekte leningen naar potjes om

Figuur 6: Rabobank China Activity Index



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

zich in te dekken tegen risico's in de toekomst.

Op het gebied van de drie bovenstaande zaken is men voor het verkrijgen van echte kwaliteit in zorg, onderwijs en dergelijke toch aangewezen op wat hij zelf in kan kopen. Een veiligheidsnet ontbreekt. Zolang de overheid niet meer sociale zekerheden inbouwt, zal de Chinese consument voorzichtig blijven in het uitgavenpatroon.

Daarnaast loopt het financiële stelsel grote risico's door in de opdracht van de overheid in deze economische tijden (veel) meer krediet te verstrekken, ook aan minder kredietwaardige partijen. De overheid trok zich steeds meer terug uit de banksector, met gezondere financiële cijfers als gevolg. Met de huidige

ingrepen trekt zij nu weer steviger aan de touwtjes, het verzelfstandigingsproces staat nu op de tocht. Het grote gevaar is dat, mocht de economische crisis alsnog toeslaan, een slechtere leningportefeuille het effect van de crisis ernstig zal versterken.

Cijfers blijven hoogst onbetrouwbaar

Tenslotte moeten we nog een slag om de arm houden voor wat betreft de daadwerkelijke en de officiële groei. Wij twijfelen al geruime tijd aan de betrouwbaarheid van de officiële data. Om de groeicijfers te kunnen toetsen, hebben wij een indicator voor economische activiteit opgezet (RCAI) met onder andere het Chinese stroomverbruik en de invoer vanuit China door de rest van de wereld. De RCAI gaf als indicatie voor de economische groei in het eerste kwartaal in plaats van de officiële 6,1% j-o-j, 3,5% j-o-j groei aan. Voor het tweede kwartaal gaf onze groeimeter 4½-5% j-o-j. Als onze indicaties kloppen heeft de Chinese overheid de groei van de economie dus met ongeveer 3%-punt overschat. Ook in China zelf wordt behoorlijk getwijfeld aan de officiële statistieken. Buiten het feit dat volgens een onderzoek 91% van de Chinezen de data niet gelooft, kloppen de cijfers ook aantoonbaar niet. China bestaat uit 31 regio's die ieder hun eigen groeicijfer bekendmaken en de optelsom van de regionale BBP-volumes resulteert niet in het BBP-cijfer dat de centrale overheid rapporteert. De groei die de overheid op dit moment voorspiegelt, heeft zij ook zeker nodig gezien het waarschijnlijk slechts beperkte effect van het pakket aan maatregelen. Wij houden dan ook grote zorgen over de houdbaarheid van de keuzes van de overheid en de betrouwbaarheid van de groeicijfers.

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