

Economisch onderzoeks- rapport

7 november 2024

China's nieuwe stimulus in een veranderend beleidskader

Allison Mandra – senior economist KBC

Inleiding

De Chinese economie blijft last hebben van verschillende structurele kopwinden die allemaal culminereren in een zwakke binnenlandse vraag. De economie groeide in het tweede kwartaal met slechts 4,7% j-o-j en in het derde kwartaal met 4,6% j-o-j, waardoor de regering het risico loopt haar jaarlijkse groei-doelstelling van 5% voor 2024 niet te halen. De oorzaak van de zwakke groei is al maanden overduidelijk: het herstel van de consumptie wordt afgeremd door het lage vertrouwen, de kredietvraag is over het algemeen zwak en de crisis in de vastgoedsector blijft een schaduw werpen over de economie.

Een jaar geleden schreven we dat China het risico liep in een [balansrecessie](#) terecht te komen als er geen passend beleid (met name aan de budgettaire kant) werd gevoerd om de zwakke consumptiegroei en andere structurele uitdagingen aan te pakken. Na maanden van ontoereikende en versnipperde beleidsreacties die zowel markten, economen als consumenten teleurstelden, kondigden beleidsmakers in China in september en oktober een reeks maatregelen aan die erop wijzen dat ook zij zich nu zorgen maken dat de economie in de tweede versnelling blijft steken.

Niet alle maatregelen zijn er evenwel op gericht om consumenten weer aan het consumeren te krijgen of om andere, diepgewortelde structurele problemen aan te pakken. Zo waren er grotere renteverlagingen dan gebruikelijk (die minder effectief zijn in een balansrecessie-achtige omgeving), steun voor de aandelenmarkt via nieuw gecreëerde monetair beleid, en maatregelen ter ondersteuning van de vastgoedsector die kunnen worden gezien als 'meer van hetzelfde' (bijv.

uitgebreide steun voor een programma dat banken stimuleert om leningen te verschaffen aan lokale overheden voor de aankoop van overtollige woningen).

Maar de regering heeft ook verschillende broodnodige budgettaire beleidssteun toegezegd, waaronder subsidies voor huishoudens met een laag inkomen, steun voor lokale overheden met een hoge schuldenlast, steun om de banken te herkapitaliseren die lijden onder een combinatie van lage nettorentemarges en problematische leningen aan vastgoedontwikkelaars en financieringsvehikels van lokale overheden, en een algemene toezegging om de schuldemissies te verhogen. Wat echter onduidelijk blijft, is hoe groot de budgettaire stimuleringsinspanningen zullen zijn en in hoeverre beleidsmakers de toegenomen budgettaire vuurkracht gewoon zullen aanwenden om, met het oog op het halen van de groei-doelstelling, de groei tijdelijk te stimuleren via meer infrastructuuruitgaven. Het zou veel beter zijn voor de groei op de langere termijn als de overheid manieren zou vinden om huishoudens en de private sector rechtstreeks te ondersteunen.

De aangekondigde beleidsmaatregelen passen in de plannen van de overheid om het algemene macro-economische beleidskader van China geleidelijk te verschuiven, zowel vanuit een monetair als budgettair perspectief. Zo zette de Chinese centrale bank (PBoC) in juni een visie uiteen om verder te gaan in de richting van een monetair beleid dat gebaseerd is op prijzen (in plaats van kwantiteit). Een maand later werd er tijdens het derde plenum van de Chinese Communistische Partij een visie geschetst voor de hervorming van het budgettaire beleid, met een beter evenwicht tussen de lokale en centrale overheden.

Het is duidelijk dat beleidsmakers de noodzaak inzien van een proactievare aanpak om China op een duurzamer groeipad te krijgen. De vraag blijft of dergelijke beleidsveranderingen effectief zullen worden uitgevoerd. In dit onderzoeksrapport wordt in detail onderzocht hoe de voorgestelde macro-economische beleidsmaatregelen en hervormingen een positief effect kunnen hebben op de Chinese economie en waarom ze steeds noodzakelijker worden. Het rapport bestaat uit drie delen: een overzicht van de huidige macro-economische context, een deel over monetair beleid en een deel over budgettair beleid. De conclusie vat de belangrijkste bevindingen van het rapport samen.

Deel 1: De macro-economische context

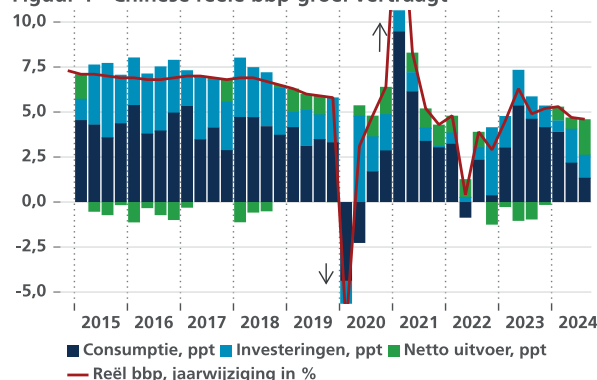
Om te begrijpen waarom er een ingrijpende beleidsreactie nodig is om de Chinese economie te ondersteunen, schetsen we eerst kort de huidige macro-economische situatie in China.

Het economisch herstel na de lange periode van pandemiemaatregelen was teleurstellend, met een economische groei van slechts 2,95% in 2022 en 5,25% in 2023. De tijd van tweecijferige groei van begin jaren negentig en begin jaren 2000 ligt hiermee ver achter ons. Een deel van deze vertraging was te verwachten. Het laaghangende fruit van de industrialisatie en de openstelling voor de wereldhandel is geplukt en de autoriteiten hebben al lang ingezien dat ze moeten overschakelen op groeifactoren van "hogere kwaliteit" nu de inkomens hoger liggen, de bevolking vergrijst en de potentiële groei afneemt.

De recente groeiverzwakking gaat echter verder dan een gezonde matigingstrend en wijst op belangrijke zwaktes in de economie. De noodzakelijke omschakeling van een infrastructuurintensieve, schuldgedreven groei naar een meer dienstengerichte economie met een hogere gezinsconsumptie is uitgebleven. Dit is deels te wijten aan structurele problemen, zoals het zwakke sociale vangnet en de vergrijzende bevolking, waardoor de spaarquote in China hoog blijft in vergelijking met andere grote economieën. Maar er spelen ook andere elementen mee, met name de problemen in de vastgoedsector die, in combinatie met de strenge covid-maatregelen tot eind 2022, hebben geleid tot een instorting van het consumentenvertrouwen en een periode van schuldafbouw. Zo droeg de consumptie slechts 2,2

procentpunt bij aan het bbp-cijfer in het tweede kwartaal van dit jaar om vervolgens verder te dalen naar 1,4 procentpunt in het derde kwartaal, de laagste relatieve bijdrage sinds 2022, toen de economie nog werd gesteund door het strenge zero covid-beleid (figuur 1).

Figuur 1 - Chinese reële bbp-groei vertraagt



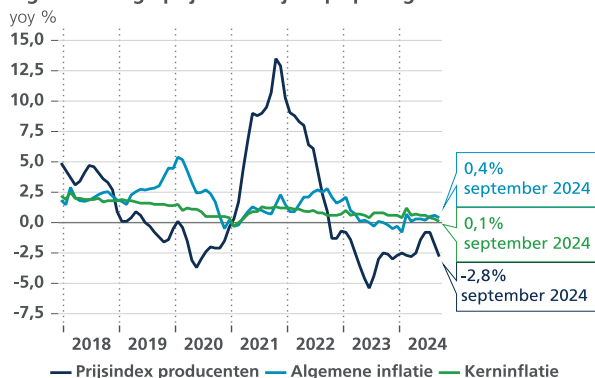
Bron: KBC Economics gebaseerd op NBS

De gevolgen van de crisis in de vastgoedsector, en in het bijzonder de toenemende liquiditeits- en solvabiliteitsproblemen van vastgoedontwikkelaars, reiken verder dan huishoudens: lokale overheden, financieringsvehikels van lokale overheden (LGFV) en banken staan allemaal onder druk. Het resultaat is een algemene economische malaise, met een bbp-groei op jaarbasis die vertraagt tot 4,7% in het tweede kwartaal van 2024 en 4,6% in het derde kwartaal van 2024.

Even zorgwekkend is de deflationaire druk in de economie: de kerninflatie daalde in september tot slechts 0,1% j-o-j, de producentenprijzen daalden in tien van de afgelopen twaalf maanden (figuur 2) en het nominale bbp groeide de afgelopen zes kwartalen minder hard dan het reële bbp.

Het streefcijfer van de regering voor de jaarlijkse reële bbp-groei van 5,0% voor 2024 wordt steeds moeilijker te halen. Hoewel het streefcijfer op zich grotendeels symbolisch is, suggereert de bredere context dat China dreigt te blijven steken in een langdurige periode van trage groei en schuldafbouw, waardoor China's doel om van een economie met een hoger middeninkomen naar een economie met een hoog inkomen te evolueren,

Figuur 2 - Lage prijsdruk wijst op speling in de economie



Bron: KBC Economics gebaseerd op NBS

steeds moeilijker worden. Om dit te voorkomen is de juiste mix van monetair en vooral budgettair beleid essentieel.

Deel 2: Monetair beleid – de transmissie verbeteren in een recessie met balansen

Het huidige monetaire beleidskader van China is een ingewikkelde combinatie van instrumenten en strategieën die de People's Bank of China (PBoC) kan aanwenden om het monetaire beleid te communiceren en uit te voeren. De complexiteit is deels het gevolg van de geleidelijke verschuiving in de afgelopen tien jaar van een focus op het uitvoeren van monetair beleid door middel van kwantitatieve maatregelen naar meer prijsgebaseerde maatregelen.¹

Prijs versus hoeveelheid

Het onderscheid tussen een prijsgebaseerd en een kwantiteitsgebaseerd systeem komt neer op de theorie dat het transmissiekanaal van monetair beleid kan werken via rentetarieven en obligatierendementen (prijzen) of monetaire aggregaten (de geldhoeveelheden). Een centrale bank met een prijsgebaseerd systeem stelt bijvoorbeeld een kortetermijnrente vast – vaak via een bandensysteem dat de rente bepaalt waartegen financiële instellingen kunnen lenen aan en van de centrale bank. Die rente (en de verwachtingen rond de toekomstige rente) sijpelt uiteindelijk via het financiële systeem door naar bedrijven en huishoudens en beïnvloedt zo de vraag

¹ Li, Xiangfa & Wang, Hua, 2020. "The effective of China's monetary policy: Quantity versus price rules," The North American Journal of Economics and Finance, Elsevier, vol. 54(C).

naar investeringen en consumptie en dus de prijzen.

Een volledig op kwantiteit gebaseerd systeem is daarentegen gebaseerd op het boekhoudkundige principe dat nominale uitgaven in een economie gelijk zijn aan de geldhoeveelheid vermenigvuldigd met de geldsnelheid (hoe snel geld van eigenaar wisselt). Als wordt aangenomen dat de snelheid meestal stabiel is (een zeer discutabele aanname), kan de reële economische activiteit en inflatie dus beïnvloed worden door het sturen van de geldhoeveelheid. Instrumenten die gebruikt worden om de geldhoeveelheid te sturen zijn onder andere het bepalen van reservevereisten voor banken, het veranderen van de omvang van de balans van de centrale bank via het kopen en verkopen van obligaties (kwantitatieve versoepeling of verkrapping) en, in het algemeen, het drukken van geld.

Vandaag de dag is de prijs het belangrijkste transmissiekanaal voor de meeste centrale banken in geavanceerde economieën. Enerzijds omdat er weinig bewijs bestaat voor de aanname dat de geldsnelheid stabiel is en anderzijds omdat communiceren over rentetarieven in economieën met grote en volwassen financiële markten de transparantie en dus de transmissie kan verbeteren.² In werkelijkheid gebruiken veel centrale banken echter een combinatie van prijs- en hoeveelheidsgerelateerde instrumenten. De rente is in die gevallen vaak het belangrijkste instrument, maar monetaire aggregaten worden ook aangepast door middel van kwantitatieve versoepeling (of verkrapping), wat vaak wordt beschouwd als een onconventioneel of secundair instrument. Vaak kunnen de prijs- en kwantiteitseffecten van deze instrumenten niet volledig van elkaar worden gescheiden. Zo kan het sturen van de rentecurve, zoals de Bank of Japan al jaren doet door het aan- en verkopen van obligaties, ook invloed hebben op de totale geldhoeveelheid.

Het specifieke kader van China

Het monetaire beleidskader van China is minder rechtlijnig dan dat van veel andere grote centrale banken. De PBoC heeft bijvoorbeeld niet één belangrijkste beleidsrente, maar veel verschillende beleids- en marktrenten die ze kan wijzigen of beïnvloeden om het beleid te versoepelen of te verkrappen. Zo kan het de eenjaars Loan Prime Rate (LPR) van banken 'sturen', de benchmark voor

² <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781513539942/ch07.xml>

leningen aan bedrijven en huishoudens. De LPR is het gemiddelde tarief dat commerciële banken aanrekenen aan hun klanten met de hoogste kredietwaardigheid en het tarief waartegen alle nieuwe bankleningen worden geprijsd.³ Soms, maar niet altijd, is de LPR gekoppeld aan veranderingen in de Medium Term Lending Facility Rate (MLF) van de PBoC – het tarief waartegen de centrale bank leent aan grote commerciële banken. Sinds 2018 hebben wijzigingen in de eenjaars MLF-rente en LPR gediend als belangrijke signalen van de monetaire beleidsinstelling van de PBoC, maar in juni van dit jaar gaf de PBoC aan dat ze zou overstappen op het gebruik van een kortetermijnrente, met name de 7-daagse reverse repo rate (RR) op openmarkttransacties. Dit brengt de PBoC dicht bij de werkwijze van andere grote centrale banken, die ook een kortetermijnrente als referentietarief gebruiken.

Ondertussen gebruikt de PBoC ook Reserve Requirement Ratios voor banken (gekalibreerd naar gelang het type en de grootte van de bank) om het beleid verder scherp te stellen. Dit is meer een kwantitatieve maatregel, die bepaalt hoeveel liquiditeit banken kunnen uitlenen en hoeveel ze moeten aanhouden bij de centrale bank. En dan zijn er nog de verschillende structurele beleidsinstrumenten van de PBoC die belangrijke delen van de economie ondersteunen door middel van gerichte leningen (bijv. innovatie, onroerend goed).⁴ Dus ook al stelt de PBoC niet langer specifieke doelen voor M2 en kredietgroei (totale sociale financiering of TSF) zoals ze deed toen het beleidskader veel meer op kwantiteit gericht was, toch blijft directe invloed uitoefenen op monetaire aggregaten en de kredietactiviteit een belangrijk deel van het monetaire beleidskader.

Balansrecessie dringt meer veranderingen op

De verschuiving in het beleidskader is belangrijk gezien de huidige macro-economische context in China. Zoals uiteengezet in [een eerdere economisch opinie](#), verwijst een balansrecessie naar een situatie waarin een met schulden gefinancierde activabubbel uiteenspat, waardoor huishoudens en/of bedrijven een periode van deleveraging (herstel van balansen) ingaan en het monetaire beleid minder of ineffectief wordt omdat lagere rentetarieven niet langer aanzetten om meer te lenen. De afgelopen twee decennia vertrouwde China op

met schulden gefinancierde investeringen in infrastructuur en vastgoed om de economische groei te ondersteunen, wat leidde tot een snelle stijging van de schulden van huishoudens, lokale overheden en bedrijven (met name staatsbedrijven en financieringsvehikels van lokale overheden). Nadat de regering eind 2020 begon met het aanpakken van vastgoedgerelateerde schulden (het beleid van de drie rode lijnen), raakte de vastgoedsector in een crisis die heeft geleid tot een scherpe vertraging van de kredietgroei onder invloed van de daling van vastgoedgerelateerde leningen (figuur 3).⁵

Figure 3 - Nieuwe totale sociale financiering (TSF) en nieuwe vastgoedleningen zijn gedaald



Bron: KBC Economics gebaseerd op PBoC

Het gebrek aan vraag naar kredieten maakt niet alleen dat de stapsgewijze verlagingen van de beleidsrente door de PBoC sinds begin 2022 (45 basispunten voor de eenjaars PLR, 95 basispunten voor de MLF-rente en 70 basispunten voor de 7-daagse Reverse Repo-rente) niet effectief zijn geweest in het stimuleren van nieuwe kredietgroei tot nu toe, maar laat ook zien waarom de geleidelijke overgang weg van een op kwantiteit gebaseerde beleidsbepaling belangrijk is (figuur 4).

De PBoC ziet de verschuiving weg van de TSF-doelstellingen als een weerspiegeling van China's overgang naar economische groei van 'hogere kwaliteit', waarbij de focus ligt op het beter mobiliseren en efficiënter aanwenden van bestaande leningen in plaats op nieuwe leningen.⁶ Dit is een mooie manier om te zeggen dat het oude groeimodel van snelle schuldopbouw om investeringen in infrastructuur te financieren niet langer in

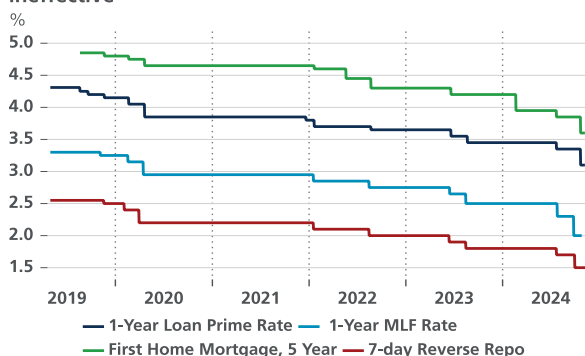
³ <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2024/apr/chinas-monetary-policy-framework-and-financial-market-transmission.html>

⁴ <http://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688335/4738114/5241680/index.html>

⁵ <https://www.kbc.com/en/economics/publications/debt-decoupling-and-diversifying-growth-chinas-many-challenges.html>

⁶ <https://www.bis.org/review/r240621c.htm>

Figure 4 - Incremental interest rate cuts have been largely ineffective



Source: KBC Economics based on PBoC, CFETS

staat is om hetzelfde rendement aan groei op te leveren. In dezelfde toespraak merkt PBoC-gouverneur Pan Gongshen op dat vastgoedleningen en LGFV-leningen goed zijn voor een aanzienlijk deel van de uitstaande schuld in de economie, en dat hun huidige daling (als onderdeel van een hoognodig schuldafbouwproces) het heel moeilijk maakt om de kredietgroei cijfers uit het verleden te herhalen (de groei van uitstaande TSF bedroeg gemiddeld 12,6% j-o-j van januari 2017, toen de reeks werd herzien, tot december 2020, en bereikte een dieptepunt van 7,9% j-o-j in september 2024). De heer Pan zinspeelde zelfs op de aanwezigheid van elementen die wijzen op een balansrecessie toen hij opmerkte: "als de groei van geld en krediet is verschoven van aanbodbeperkingen naar vraagbeperkingen, dan zou het indruisen tegen de wet van de economische prestaties als de nadruk blijft liggen op kwantitatieve groei."

Dit alles wijst erop dat de monetaire beleidsmaatregelen die in september werden geïntroduceerd, waaronder een verlaging van de 7-daagse rente met 20 basispunten, een verlaging van de MLF-rente met 30 basispunten en een verlaging van de RRR voor banken met 50 basispunten, op zichzelf weinig zullen veranderen aan de Chinese bbp-groei zolang het onderliggende probleem van de vraag niet wordt aangepakt. Hetzelfde geldt voor de gerichte renteverlagingen voor bestaande hypotheekleningen en de maatregelen om de minimale aanbesteding voor tweede verblijven te verlagen. Hoewel deze stappen de vraag naar woningkredieten kunnen ondersteunen, zal de schuldafbouw waarschijnlijk toch blijven doorgaan zolang het vertrouwen in het vermogen van projectontwikkelaars

om voorverkochte projecten af te ronden laag blijft. De verwachting dat de vastgoedprijzen verder zullen dalen (de prijzen op de primaire markt zijn met 7,9% gedaald en de prijzen op de secundaire markt zijn sinds medio 2021 met 14,5% gedaald) zal ook een rem zetten op de vraag, een beweging die nog kan toenemen als de deflationaire druk in de economie in het algemeen aanhoudt.

Ondertussen werden de maatregelen die de PBoC aankondigde om de aandelenmarkt te stimuleren goed ontvangen door de financiële markten. Die laatste stegen met 18% in september. De maatregelen omvatten het uitlenen van liquide activa aan institutionele beleggers (die ze opnieuw kunnen verkopen om te investeren in de aandelenmarkt) en het verstrekken van herfinancieringsleningen aan banken die kredieten verstrekken aan bedrijven die aandelen terugkopen. Deze maatregelen kunnen helpen om het vertrouwen te ondersteunen en balansherstel te versnellen (via positieve welvaartseffecten), maar ze hebben op zichzelf weinig direct impact op de reële economie. Dit besef zorgde ervoor dat de markten in oktober een deel van hun winst inleverden (op 28 oktober was de samengestelde index van Shanghai met 4,8% gedaald ten opzichte van de piek van 8 oktober), wat wijst op enige terughoudendheid over het succes van de maatregelen om de economie te stimuleren.

Deel 3: Begrotingsbeleid - aanpakken van grote onevenwichtigheden

Het monetaire beleid alleen zal niet voldoende zal zijn om de groei problemen van China aan te pakken. Er is ook een duidelijke rol weggelegd voor het begrotingsbeleid. De standaard remedie voor een balansrecessie is het implementeren van budgettaire stimuleringsmaatregelen om de schuldafbouw in de particuliere sector te compenseren. Maar net als het monetaire beleidskader is ook het budgettaire kader in China niet zo eenvoudig. China heeft al jaren een hoog begrotingstekort (7% van het bbp in 2023, wat geleid heeft tot een sterke stijging van de officiële overheidsschuld, van slechts 26% van het bbp vóór de GFC (2006) tot 84% van het bbp in 2023 (volgens schattingen van het IMF). Deze cijfers houden bovendien geen rekening met de buiten de begroting vallende schuld die lokale overheden hebben opgebouwd via LGFV's en staatsbedrijven. Volgens een schatting van het IMF zou het begrotingstekort van de overheid in 2023 uitkomen op 13% van het bbp en de staatsschuld op 117% van het bbp als ook de uitgaven die buiten de begroting

en de schuld vallen meegeteld worden.

In het verleden werden deze buiten de begroting vallende uitgaven gebruikt door de lokale overheden om de groei te ondersteunen in tijden van laagconjunctuur, vaak door investeringen in infrastructuurprojecten. Maar LGFV's hebben naar verluidt in toenemende mate te kampen met financieringsproblemen en uit een analyse van het IMF blijkt dat veel LGFV's niet genoeg rendement halen uit hun investeringen om hun schulden af te lossen, wat betekent dat nieuwe schuldfinanciering naar operationele kosten zal gaan in plaats van naar nieuwe infrastructuurprojecten.⁷ De financieringsproblemen hebben, tezamen met de crisis in de vastgoedsector, de druk op de financiën van de lokale overheden verhoogd, vooral omdat lokale overheden vaak afhankelijk zijn van de verkoop van grond (pacht) als bron van inkomsten

Figuur 5 - Grondverkoop door lokale overheden getroffen door vastgoedproblemen

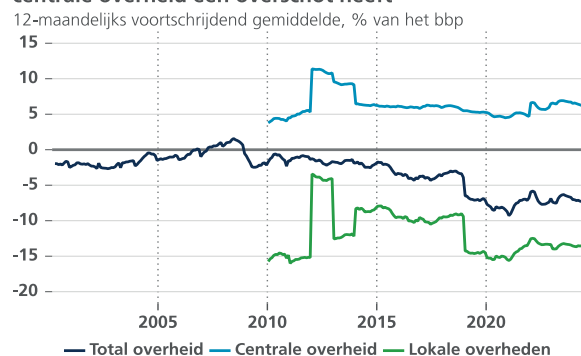


Bron: KBC Economics gebaseerd op MOF

(figuur 5).

China heeft dus nood aan een nieuwe tactiek met een belangrijke rol voor de centrale overheid. Terwijl lokale overheden zwaar in de schulden zitten, is de balans van de centrale overheid veel gezonder. De centrale overheid had een positief begrotingssaldo van 6,5% van het bbp in 2023, terwijl de lokale overheidsbalans negatief was (-13,6% van het bbp) (figuur 6). De schuld van de centrale overheid is ook een veel beter beheersbare 24% van het bbp.

Figuur 6 - Lokale overheden hebben een tekort terwijl de centrale overheid een overschot heeft



Bron: KBC Economics gebaseerd op MOF, NBS

Er is dus duidelijk ruimte voor een hervorming van de inkomsten- en uitgavenverdeling tussen de lokale en centrale overheden. De regering erkende dit tijdens het derde Plenum van het 20ste CPC Partijcongres dat half juli werd gehouden. Tijdens het partijcongres werd gesteld dat de inkomsten en uitgaven van de centrale en lokale overheden beter gedefinieerd en op elkaar afgestemd moeten worden en dat de inkomstenbronnen van de lokale overheden verbeterd moeten worden. Dit kan door lokale overheden meer vrijheid te geven om zelf de hoogte van de belastingtarieven te bepalen, door de inning van verbruiksbelastingen te verschuiven naar lokale overheden (wat lokale overheden ook zou stimuleren om de consumptie aan te moedigen) en door simpelweg de overdrachten naar de lokale overheden te verhogen.^{8 9}

De discussies tijdens het Derde Plenum, tezamen met de gestegen uitgifte van schuldpapier door de centrale overheid en de daling van de uitgifte van schuldpapier door lokale overheden (figuur 7), suggereren dat beleidsmakers langzaam werken aan het aanpakken van deze onevenwichtigheid. Maar een aanpassing van het budgettaire beleidskader is slechts een deel van de oplossing. Het is net zo belangrijk, zo niet belangrijker, dat de verhoogde begrotingsuitgaven gericht zijn op de juiste delen van de economie. Het is niet langer efficiënt om nieuwe financiering simpelweg door te sluizen naar investeringen in infrastructuur, vooral gezien de toch

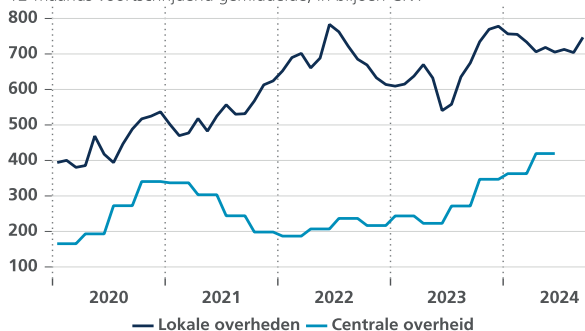
⁸ China: Further takeaways from the Decision of the 3rd Plenum. J.P.Morgan. 22 July 2024.

⁹ Taxes on domestic consumption accounted for about 7% of total tax revenue in 2023 for the general government according to China's Ministry of Finance.

⁷ Local Government Financing Vehicles Revisited. IMF Country Report No. 22/22 Selected Issues. December 20, 2021

Figuur 7 - Schuldemissies van de centrale overheid nemen toe

12-maands voortschrijdend gemiddelde, in biljoen CNY



Bron: KBC Economics gebaseerd op MOF

Figuur 8 - Nettorentemarge commerciële banken blijft dalen

in %



Bron: KBC Economics gebaseerd op CBIRC

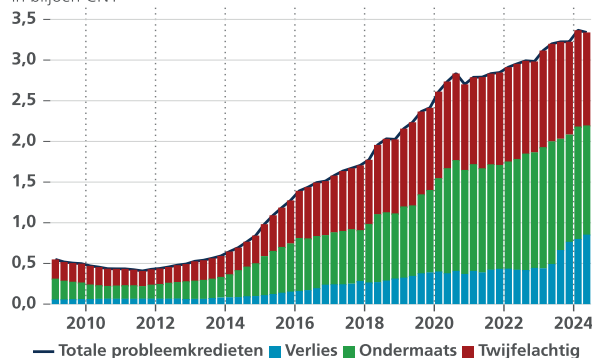
al aanzienlijke schuldenlast van staatsbedrijven (de investeringen van staatsbedrijven in vaste activa zijn het afgelopen jaar met 6,1% gestegen ten opzichte van een jaar eerder, terwijl de private investeringen met 0,2% zijn gedaald). Er zijn een aantal strategische gebieden (zoals groene technologie) waar door de staat gestuurde investeringen nog steeds hoge rendementen kunnen opleveren, maar deze hebben ook geleid tot klachten van handelspartners, waaronder de EU, en in sommige gevallen tot compenserende heffingen op producten die worden geacht te profiteren van staatssubsidies (zie: [Is a green technology war on the horizon? \(kbc.com\)](https://www.kbc.com/nl/green-technology-war-on-the-horizon)).

Wat de Chinese economie echt nodig heeft, zijn budgettaire maatregelen die ervoor zorgen dat huishoudens meer gaan uitgeven, bijvoorbeeld door het vertrouwen in de huizenmarkt te versterken. De regering kondigde alvast aan schuld papier te willen uitgeven waarmee lokale overheden grond en onverkochte huizen kunnen terugkopen van ontwikkelaars.¹⁰ Ook het ondersteunen van banken door middel van herkapitalisaties kan helpen om de zorgen over de financiële stabiliteit aan te pakken die zijn ontstaan doordat banken te maken hebben met afnemende winstgevendheid en hogere risico's omwille van onrendabele leningen (figuur 8 en 9). Zowel vastgoedleningen als LGFV's zijn naar verluidt verantwoordelijk voor de toename van de NPL's en de lagere rentetarieven en zwakke kredietvraag dragen bij aan de voortdurende daling van de nettorentemarges.

Het financiële systeem versterken is cruciaal om te voorkomen dat het vertrouwen verder verslechtert,

Figuur 9 - Kredietverliezen banken nemen toe

in biljoen CNY



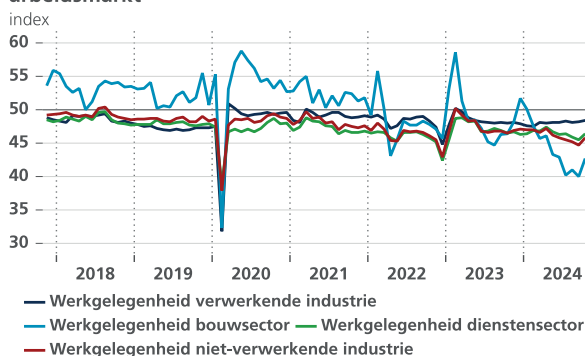
Bron: KBC Economics gebaseerd op CBIRC

maar om huishoudens echt aan het besteden te krijgen, moeten beleidsmakers zich richten op een combinatie van langdurige structurele problemen (zoals het zwakke sociaal vangnet dat aanzet tot sparen) en conjuncturele problemen. Zo zijn er onder andere de welvaartseffecten als gevolg van de vastgoedcrisis (zie: [China's household debt problem \(kbc.com\)](https://www.kbc.com/nl/china-household-debt-problem) voor meer informatie over hoe de balansen van huishoudens verbonden zijn met de vastgoedsector), de zwakke arbeidsmarkt en de beperkte inkomensgroei (officiële cijfers laten een stabiele werkloosheid zien, maar vertrouwensindicatoren (figuur 10) en -enquêtes (figuur 11) geven een ander beeld). Bovendien is er de deflationaire druk, die in een neerwaartse spiraal zou kunnen belanden.

Maar of de budgettaire beloftes inderdaad gericht zullen zijn op het stimuleren van de consumptie (bijvoorbeeld

¹⁰ <https://www.ft.com/content/954f761d-4c4c-4746-ba8d-89d9c67b-52da>

Figuur 10 - PMI's geven een somber beeld van de arbeidsmarkt



Source: KBC Economics based on CFLP

Figuur 11 - PBOC-enquête geeft aan dat veel mensen de arbeidsmarkt somber inschatten



Bron: KBC Economics gebaseerd op PBoC

door middel van directe overdrachten aan huishoudens) valt nog af te wachten. Uit de aankondigingen tot nu toe blijkt dat er subsidies voor huishoudens met een laag inkomen op tafel liggen, maar er moeten nog meer details worden meegedeeld, onder andere over de omvang van de totale uitgaven. Regeringsvergaderingen in de komende weken zullen naar verwachting meer details opleveren.

Conclusie

De Chinese economie heeft al lange tijd te kampen met verschillende structurele kopwinden die druk zetten op de groei. Veel van deze kopwinden komen voort uit oude groei-stimulansen die steeds ineffectiever en inefficiënter worden. Deze structurele tegenwind lijkt nu samen te gaan met een cyclische daling van het vertrouwen, de binnenlandse vraag en de inflatie. De structurele en cyclische elementen zijn duidelijk met elkaar verbonden en alles wijst erop dat China de groei alleen op een duurzame en blijvende manier zal kunnen stimuleren als het de onevenwichtigheden in de Chinese economie aanpakt. Het is bemoedigend dat de Chinese beleidsmakers niet alleen het beleid willen versoepelen maar dat ze ook kijken naar een aanpassing van de beleidskaders. Als deze aanpassing tijdig plaatsvindt en gericht is op nieuwe groeifactoren, zoals het stimuleren van een herstel van de consumptie, bestaat de kans dat de Chinese economie opnieuw naar een hogere groeipad getild kan worden. Totdat de details en de uitvoering worden bevestigd, loopt de Chinese economie het risico op nog meer teleurstellende groeieresultaten.

Onze webstek www.kbceconomics.com houdt u op de hoogte van alle analyses en vooruitzichten van de KBC-economisten.



Contact: Hans Dewachter, Chief Economist KBC Group NV, Havenlaan 2, B-1080 Brussels, Belgium
Verantwoordelijke uitgever: KBC Groep NV, Havenlaan 2 – 1080 Brussel – België – BTW BE 0403.227.515 – RPR Brussel
E-mail: kbc.economic.research@kbc.be

Alle meningen in deze KBC Economische Onderzoeksrapporten vertegenwoordigen de persoonlijke mening van de auteur(s). Noch de mate waarin de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen, noch de mate waarin zij in de realiteit zullen tot uiting komen, kunnen worden gewaarborgd. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen en louter informatief. Ze mogen niet worden beschouwd als beleggingsadvies. Duurzaamheid maakt deel uit van de algemene bedrijfsstrategie van KBC Groep NV (zie <https://www.kbc.com/nl/duurzaam-ondernehmen.html>). We houden rekening met deze strategie bij de keuze van de onderwerpen voor onze publicaties, maar een bredere analyse van de economische en financiële ontwikkelingen vereist het bespreken van een breder waaier aan onderwerpen. Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in de wet- en regelgeving over de markten voor financiële instrumenten. Elke overdracht, verspreiding of reproductie, ongeacht de vorm of de middelen, van de informatie is verboden zonder de uitdrukkelijke, voorafgaande en schriftelijke toestemming van KBC Groep NV. KBC kan niet aansprakelijk worden gesteld voor de juistheid of de volledigheid ervan.