

China op weg naar een harde landing

S. Küçükkakin

*De auteur is senior econoom bij de afdeling Opkomende Markten van ABN AMRO
serdar.kucukakin@nl.abnamro.com*

China heeft de afgelopen 25 jaar een stormachtige ontwikkeling doorgemaakt. Hierbij is echter nagelaten om de problematiek van inefficiënte banken die in overheidshanden zijn aan te pakken. Hierdoor wordt de kans op een harde landing van de economie echter groter.

Kredieten aan staatsbedrijven, politieke patronage en de Eenpartijstaat zijn in China onlosmakelijk met elkaar verbonden. Voor het waarborgen van de loyaliteit van haar zeventig miljoen leden kan de communistische partij, sinds het ingezette pad van hervormingen in 1978, waarin het vergaren van materiële welvaart steeds belangrijker wordt, niet langer alleen op ideologische indoctrinatie vertrouwen. Materiële voordelen in de vorm van carrièreperspectieven in vooral de staatsbedrijven worden steeds belangrijker. De communistische partij benoemt bijvoorbeeld ongeveer tachtig procent van CEO's in de staatsbedrijven. Daar deze aangestelde partijleden van te voren vastgestelde hoge korte termijn groeicijfers moeten halen, doen ze veelvuldig beroep op kapitaal. Hierin worden ze zonder inachtneming van de kredietwaardigheid van de kredietvrager of de verwachte rentabiliteit van de investeringen ruimschoots voorzien door andere staatsbedrijven, namelijk de staatsbanken. Dit leidt niet alleen tot zeer fors groeiende investeringen, maar ook leningen die niet kunnen worden terugbetaald (de zogenaamde 'slechte leningen'). Dit proces is een natuurlijk uitvloeisel van de aan het begin genoemde verbondenheid. Zolang deze voortduurt, zal dit proces onverminderd voortgaan (Pei, 2006).

Goedkope kredieten aan staatsbedrijven leiden tot overinvesteringen

De bankensector wordt gedomineerd door vier grote staatsbanken, die tweederde van de binnenlandse activa voor hun rekening nemen (Garcia Herero & Santabarbara, 2005). Tweederde van de kredieten die de staatsbanken verstrekken gaan naar staatsbedrijven. Daarentegen hebben private ondernemingen bijna geen toegang tot bancaire kredieten. Voor het doen van investeringen zijn deze ondernemingen vooral aangevoerd op ingehouden winsten en buitenlandse investeringen, waarbij de eerste veruit de belangrijkste component vormen. De situatie voor de gezinshuishoudens is nog nijpender. Voor 1998 verstrekten de staatsbanken zelfs helemaal geen leningen aan deze sector van de economie. Het aandeel van kredieten aan huishoudens in het totaal is daarom maar een magere tien procent.

De binnenlandse kredieten zijn in de periode 1990-2005 gestegen van 90 naar 150 procent van het bbp. Deze stijging is de grootste in de wereld en de ratio is daardoor thans de hoogste in de wereld. Als gevolg van de forse kredietgroei zijn ook de investeringen het afgelopen jaar tot een ongekend hoog niveau van ongeveer 45 procent van het bbp gestegen. Oftewel, bij een gemiddelde stijging van het bbp met tien procent in de periode

1990-2005, is het aandeel van de investeringen in het bbp met bijna twintig procentpunten toegenomen.

De autoriteiten in Peking zijn sinds het midden van de jaren negentig bezig met het aanpakken van de problematiek van slechte leningen. Het versterken van de kapitaalstructuur van de banken door middel van miljarden dollars kapitaalinjecties, het invoeren van bedrijfseconomische principes bij kredietverlening en liberalisering van de markt zijn de drie pilaren van het beleid. Het IMF concludeert echter in een recentelijk verschenen studie dat de staatsbanken nog steeds kredieten verlenen aan noodlijdende staatsbedrijven zonder (voldoende) rekening te houden met de financiële situatie van deze bedrijven (Podpiera, 2006). Met andere woorden, de ongebreidelde kredietgroei aan de staatsbedrijven en dientengevolge overinvesteringen gaan nog steeds voort. Daarentegen is de kredietverlening aan de winstgevende private bedrijven juist afgenomen. Het aandeel van de slechte leningen in het totaal bedroeg bij de vier grote banken in 2003 twintig procent.

Deze ongebreidelde kredietgroei aan de staatsbedrijven kent ook zijn weerslag op de overheidsfinanciën. De overheidsfinanciën blaken volgens de officiële cijfers van gezondheid met afgelopen jaar een schuld van 23 procent van het bbp en een tekort van 0,2 procent van het bbp. Wanneer echter de verstrekte kredieten aan de staatsbedrijven ook worden meegenomen in de statistieken dan zien de overheidsfinanciën er minder rooskleurig uit. Het afgelopen jaar was het tekort gecorrigeerd voor leningen aan de staatsbedrijven ruim zes procent (Choyleva & Dumas, 2006). Kredieten verstrekt aan de staatsbedrijven kennen allemaal een staatsgarantie. Oftewel, in geval van slechte leningen komt de last op de schouders van de staat.

Overinvesteringen leiden tot een grotere cyclische volatiliteit

De immense groei van de investeringen van de afgelopen jaren kent echter ook een keerzijde. Investeringen zijn het meest volatiele deel van het bbp, omdat ze te maken hebben met toekomstverwachtingen. De jaar-op-jaar ontwikkeling van de investeringen laten in vergelijking met de andere componenten van het bbp, zoals overheidsuitgaven of particuliere consumptie, veel grotere uitslagen zien.

Volgens de theorie van 'investment accelerator' zijn de veranderingen in investeringen afhankelijk van de totale vraagverandering. Indien de groei van het bbp in het huidige jaar hetzelfde is als in het voorgaande jaar, zal de investeringsgroei zich ook in een onveranderd tempo voortzetten. De medaille heeft echter ook een keerzijde: indien het bbp daalt, zullen de investeringen nog sterker dalen en dit kan voor China, door de enorme

omvang van de investeringen, een aantal procentpunten economische groei minder betekenen.

Indien de groeiverwachtingen langdurig hoog blijven is er geen probleem. Dit is echter zelden het geval. China lijkt echter op het eerste gezicht het land waar dit mogelijk is. Dit komt vooral door het niet-aflatende enthousiasme van de buitenlanders over China en als gevolg hiervan de grote instroom van buitenlandse investeringen in het land. Een nadere analyse leert echter dat de situatie toch wat genuanceerder is.

Buitenlandse investeringen hebben inderdaad in de beginfase na 1978, toen het land begon met het hervormingsproces, als financieringsbron een grote rol gespeeld in de ontwikkeling van de economie (The Economist, 2005). Deze bron is echter tegenwoordig, gegeven de zeer hoge spaarquote, veel minder belangrijk. Met andere woorden, het land heeft zelf voldoende middelen om zijn investeringen te financieren. Volgens de IMF-statistieken werden in 2004 slechts zes procent van investeringen gefinancierd met buitenlands kapitaal. In 1994 was het aandeel van buitenlands kapitaal in investeringen nog zestien procent.

Volgens een studie van de *Asian Development Bank* is bovendien dertig tot vijftig procent van buitenlandse investeringen eigenlijk 'gewoon' Chinees geld (Xiao, 2004). Dit is het zogenaamde 'round tripping'. Vanwege de speciale belasting-technische behandeling die buitenlands kapitaal krijgt in China brengen veel grote bedrijven de ingehouden winsten eerst naar het buitenland om deze vervolgens als buitenlands kapitaal weer terug te halen in het land.

Door de enorme en de vooralsnog groeiende omvang van de investeringen is het land, rekening houdend met het karakter van de investeringen, meer dan welk land dan ook blootgesteld aan de grillen van de conjunctuur.

De oververhitte economie leidt tot een cyclische neergang

De autoriteiten in China hebben de mondiale neergang van zowel begin jaren negentig van de vorige eeuw als de mondiale neergang van begin 2000 gepareerd met een aanzienlijke verhoging van de investeringen. Het aandeel van de investeringen in het bbp is in de beide perioden met ongeveer tien procentpunt toegenomen. De mondiale economie koelt wederom af. Door het reeds zeer hoge investeringsniveau, lijkt dit instrument nu niet meer voor handen. Het wederom in dezelfde mate opvoeren van de investeringen zal immers betekenen dat de investeringsquote binnen vijf jaar een niveau bereikt van ongeveer 55 procent van het bbp, wat zeker niet realistisch verondersteld mag worden. Zeker niet als ook rekening wordt gehouden met de keerzijde van de medaille. Sinds 1980 is het aandeel van de private consumptie in het bbp structureel gedaald. Het afgelopen jaar bereikte die een historisch dieptepunt van 39,9 procent van het bbp.

Een alternatief voor de investeringen als de motor van de groei is dat de consumptie het groeistokje overneemt. Deze wens is expliciet door de autoriteiten in Peking naar voren gebracht tijdens het laatste volkscongres van de communistische partij van maart dit jaar.

Het is echter maar de vraag of de consumptie in de nabije toekomst aanzienlijk zal kunnen toenemen. Ten eerste voert de overheid juist sinds enkele jaren een restrictief beleid om de kredietgroei af te knippen, om zo de problematiek van slechte leningen tegen te gaan. Hierbij komt een uitspraak van de *Banking Regulation Commission* van begin 2005, die stelt dat bankmanagers die leningen hebben verstrekt die achteraf oninbaar blijken, zwaar

gestraft zullen worden. Vooral de private ondernemingen en de gezinshuishoudens worden door deze uitspraak geraakt. Voorts hebben de consumenten met reden een hoge spaarquote. De afwezigheid van een sociaal vangnet en de snel stijgende medische kosten noopt mensen namelijk om zelf voorzieningen te treffen.

Tot slot, investeringen op macroniveau gaan samen met onderinvesteringen in delen van de economie. De economie kent overinvestering in sectoren waar fabrieken betrekkelijk snel konden worden gebouwd. Met andere woorden, waar de regionale politici betrekkelijk snel konden scoren. In sectoren waar de aanlooptijd betrekkelijk lang is, zoals infrastructurele projecten en energie, is er sprake van onderinvestering en dus een overspannen markt. In 2004 hadden 24 van 31 provincies te kampen met stroomuitval (Choyleva & Dumas, 2006). De overheid heeft in 2004 aangekondigd deze problematiek daadkrachtig ter hand te nemen en heeft toegezegd dat stroomuitval na 2006 niet meer zal voorkomen. Het is echter maar de vraag of deze streefdatum wordt gehaald. Ten eerste, zoals hiervoor al genoemd, kent de bouw van energiecentrales een aanzienlijke looptijd (veel langer dan 'gewone' fabrieken). Ten tweede zorgt de *red tape* in het land ook voor ongekend oponthoud. Begin 2005 deed de *Wall Street Journal* hier bericht van. De milieuwakchond liet de bouw van een energiecentrale, waarin al miljarden dollars waren geïnvesteerd, stopzetten met het simpele argument dat niet de vereiste aanvragen waren ingediend.

De oververhitting zou wel eens erger kunnen zijn dan de macro groeicijfers doen geloven. Zowel in 2003 als 2004 rapporteerden nagenoeg alle 31 regio's een aanzienlijk hogere groei dan het landelijke gemiddelde (Lee, 2005). De centrale overheid doet er alles aan om de economie af te koelen, om zo op een meer houdbaar groeipad te komen. Gegeven dit streven is het niet ondenkbaar dat de autoriteiten in Peking de gerapporteerde cijfers uit de regio's enigszins naar beneden bijstellen. De regionale machthebbers zijn juist gedreven om goede economische prestaties te kunnen rapporteren aan Peking.

De mondiale economische afkoeling in combinatie met overinvestering op macro niveau en oververhitting in delen van de economie vormen de voorbode van een op handen zijnde cyclische neergang in China.

Conclusie

De Chinese economie trekt met zijn ongekend hoge groeicijfers alle aandacht. Het land wordt inmiddels de fabriek van de wereld genoemd. Er is echter ook een keerzijde. De ongebreidelde kredietgroei aan de staatsbedrijven en, als gevolg hiervan, de ongekend snelle investeringsgroei, maken een harde landing van de economie in de nabije toekomst vrijwel onafwendbaar. De economie zal waarschijnlijk niet tot stilstand komen. Een halvering van de groei naar vijf à zes procent ligt evenwel in de rede. ■

Serdar Küçükakın

Literatuur

- Xiao G. (2004) *People's Republic of China's Round-Tripping Scale, Causes and Implications*. Asian Development Bank.
- Garcia Herrero, A. & D. Santabarbara (2005) *Where is the Chinese banking system going with the ongoing reform?* Madrid: Banco de Espana.
- The Economist (2005) *A survey of India and China, The tiger in front*, 3 maart.
- Lee, Todd C (2005) *China's Macro Economic Malaria*, via www.globalinsight.com.
- Podpiera R. (2006) *Progress in China's Banking Sector Reform: Has Bank Behavior Changed?* Washington: IMF.
- Choyleva D. & C. Dumas (2006) *The Bill from the China Shop*. Londen: Profile Books.
- Pei, M. (2006) *How rotten politics feeds a bad loan crunch in China*. *Financial Times*, 8 mei.