

Een nieuwe beleidsmix in China

Na het faillissement van Lehman Brothers in 2008 trof de Chinese overheid een aantal draconische maatregelen om de gevolgen van de mondiale economische neergang te bevechten. In 2011 is een restrictiever monetair beleid wenselijk terwijl er ruimte is voor een relatief ruim begrotingsbeleid.

Eind 2008 trof de overheid twee buitengewone maatregelen. Allereerst werd een fiscaal stimuleringspakket van vier biljoen renminbi ingevoerd. Ten tweede werd het kredietplafond voor 2009 verhoogd tot 9,5 biljoen renminbi, dat is 1,5 biljoen euro. Deze twee buitengewone maatregelen bleken zeer effectief. Na een kortstondige afvlakking van de economische groei van meer dan tien procent in het tweede kwartaal van 2008 naar 6,5 procent jaar-op-jaar, in het eerste kwartaal van 2009, heeft de economische groei snel weer een groei van om en nabij de tien procent bereikt (data Bloomberg; data Global Insight). Echter de stimuleringspakketten hadden ook nadelige neveneffecten.

Het stimuleringspakket was om een aantal redenen speciaal. Allereerst werd voor de bestedingen bovenmatig geleend op lokale overheden die op hun beurt weer erg afhankelijk waren van bankfinanciering. Lokale overheden hadden in China echter geen directe toegang tot bankkrediet. Dit obstakel vormde begin 2009 voor de *People's Bank of China* (PBoC), de centrale bank van China, aanleiding om lokale overheden aan te moedigen om *Local Government Finance Vehicles* (LGFV's), financieringsvehikels voor lokale overheden, op te zetten waarmee wél van banken geleend kon worden. De lokale overheden maakten flink gebruik van deze nieuw verkregen vrijheid en de hoeveelheid LGFV-schuld in China nam sterk toe van 4,5 biljoen renminbi in mei 2009 tot 7,7 biljoen renminbi in juni 2010 (data Reuters). Reuters maakt echter melding van een studie van de PBoC waarin de keerzijde van het verruimen van de financieringsmogelijkheden voor de lokale overheden naar voren wordt gebracht. Ten eerste blijkt bij 26 procent van de LGFV-schuld de kans op wanbetaling zeer groot. Ten tweede heeft het ruime kredietbeleid tot een forse prijsstijging op de vastgoedmarkt geleid in diverse steden (figuur 1). Een totaalbedrag van 2,4 biljoen renminbi aan nieuwe leningen, ofwel 22,3 procent van de totale kredietproductie, vond in 2009 zijn weg naar de vastgoedsector. Volgens Chinese kranten als de *China Daily* is dit percentage in de eerste helft van dit jaar aanzienlijk verder gestegen.

SERDAR KÜÇÜKAKIN
Senior econoom bij ABN
AMRO

Een restrictiever monetair beleid

In 2010 werd het kredietplafond weer verlaagd tot 7,5 biljoen renminbi, maar het bleef aanzienlijk hoger dan vóór de crisis (figuur 2).

Gegeven het huidige kredietplafond is het monetair beleid op dit moment nog steeds ruim. Dit ondanks het feit dat het kredietplafond voor nieuwe leningen dit jaar verlaagd is, de kasreserveverplichtingen meerdere malen opgeschroefd zijn en de deposito- en beleningsrente met 25 basispunten verhoogd zijn naar respectievelijk 2,5 procent en 5,56 procent zeker (data Thomson Financial). De Chinese economie heeft met een economische groei van om en nabij de tien procent niet langer behoefte aan dit ruime monetair beleid.

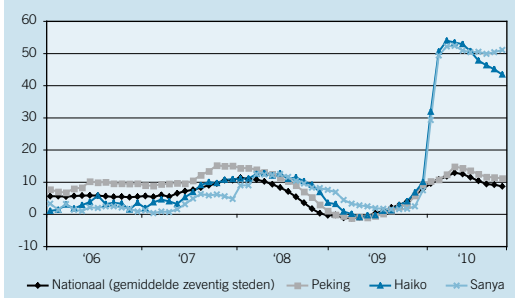
Een ruim begrotingsbeleid

De vraag is of er daarnaast wel behoefte is aan een ruim begrotingsbeleid. De centrale overheid heeft de mogelijkheid om een relatief ruim begrotingsbeleid te voeren zonder een beroep op de banken te hoeven doen, omdat ze kan lenen op de kapitaalmarkten. Dat heeft potentieel wel gevolgen voor de overheidsfinanciën en de obligatierente.

Een ruim begrotingsbeleid is mogelijk zonder dat dit wezenlijke negatieve effecten heeft op de overheidsfinanciën en de rente omdat de schuldenlast van de centrale overheid vrij laag is. Aan het einde van dit jaar ligt de bruto schuldenlast van de centrale overheid naar verwachting op 23 procent van het bbp (raming Economisch Bureau ABN AMRO). Derhalve is de kans klein dat een toename van de overheidsbestedingen gefinancierd via de uitgifte van obligaties zal leiden tot een aanzienlijke toename van de obligatierente, omdat de schuldpositie, in tegenstelling tot die van enkele eurozonelanden als Griekenland, Portugal en Ierland, houdbaar is. Zeker

Figuur 1

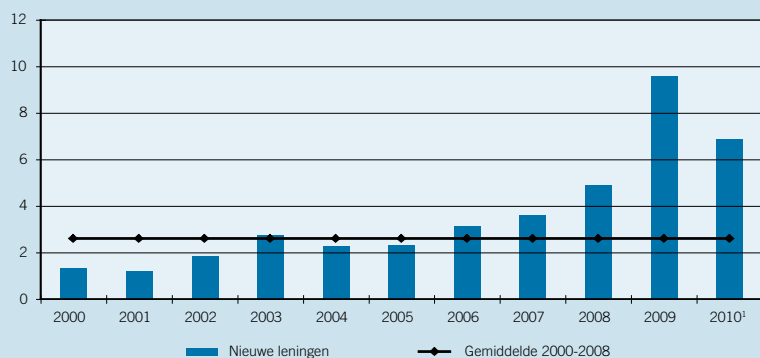
Huizenprijzen China, procentuele verandering jaar-op-jaar.



Bron: Bloomberg

Figuur 2

Nieuwe kredieten in biljoen renminbi.

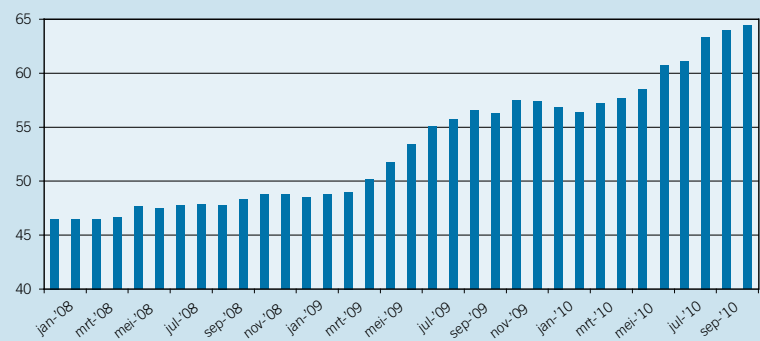


¹ januari – oktober

Bron: Bloomberg

Figuur 3

Uitstaand bedrag in staatsobligaties, in honderd miljard renminbi.



Bron: Bloomberg

wanneer ook in ogenschouw wordt genomen dat de tienjaarsrente in november met 3,8 procent lager staat dan in menig westers land en de overheidsfinanciën van de centrale overheid in betere conditie verkeren dan in welk westers land dan ook (data www.EIU.com).

Feitelijk is er ook reeds sprake van een ruim begrotingsbeleid (figuur 3). Het begrotingssaldo sloeg in 2008 om naar een tekort van 0,4 procent van het bbp, tegen een overschot van 0,6 procent van het bbb in 2007. In 2009 liep het begrotingstekort verder op tot 2,2 procent van het bbp. Naar verwachting zal het begrotingstekort van de centrale overheid dit jaar verder oplopen tot 2,8 procent van het bbp. Parallel aan de toename van het begrotingstekort is de bruto overheidsschuld gestaag gestegen van vijftien procent van het bbp in 2007 tot 20,5 procent van het bbp vorig jaar, waarbij voor dit jaar een verdere stijging tot 23 procent van het bbp wordt verwacht (www.eiubvdep.com).

Gewenst beleid

Een nieuwe beleidsmix met een restrictiever monetair beleid en een ruim begrotingsbeleid is wenselijk. Zo zal een restrictiever monetair beleid een belangrijke bijdrage kunnen leveren om de oververhitting van de vastgoedmarkt in diverse steden te bevechten, alsmede om te voorkomen dat banken nog meer, niet-inbare, leningen verstrekken aan lokale overheden. Wat de vastgoedmarkt betreft, heeft de centrale overheid agressieve maatregelen getroffen, zoals het verlagen van het maximaal bedrag dat geleend kan worden voor de aanschaf van een woning, om de vraag naar vastgoed af te remmen, eerst in april en vervolgens in september. Bovendien wordt het volkshuisvestingsaanbod uitgebreid.

Een ruim begrotingsbeleid is wenselijk omdat de centrale overheid een deel van de taken, zoals volkshuisvesting, infrastructuur en gezondheid, die tot voor

kort waren doorgeschoven naar de lokale overheden, weer op zich neemt. Zo worden dit jaar 5,8 miljoen sociale woningen gebouwd, wat meer dan een verdubbeling is ten opzichte van 2009 (data Reuters). Bestedingen aan sociale voorzieningen van de lokale overheden zijn beperkt, aangezien deze geen bijdrage leveren aan de economische groei van de regio, in tegenstelling tot bijvoorbeeld het bouwen van nieuwe fabrieken. Deze handelswijze kan de lokale overheden niet verweten worden, tegen de achtergrond van de hoge economische groei-doelstellingen die zij van de centrale overheid moesten realiseren. De betrekkelijk kleine rol van de centrale overheid in deze uitgaven tot het recente verleden vormt derhalve een belangrijke verklaring voor het relatief lage schuldniveau tot op heden. Echter, in de toekomst zal, zoals ook door de centrale overheid zelf verwoord in haar twaalfde vijfjarenplan, de nieuwe sociale verantwoordelijkheid zoals het bouwen van sociale woningen gepaard gaan met meer bestedingen door de centrale overheid.

Voorts doet de centrale overheid er goed aan zich ook in te spannen om de schuldproblematiek van de lokale overheden op te lossen, daar deze zelf niet de middelen hebben om uit de schuldproblematiek te komen. Deze inspanningen kunnen echter gedwarsboord worden indien het monetaire beleid niet aanzienlijk verkrapt wordt, omdat anders de vastgoedmarkt overspoeld blijft worden met nieuwe kredieten en lokale overheden op hetzelfde niveau als in 2009 of 2010 geld blijven lenen van banken.

Conclusie

De gewenste nieuwe beleidsmix bestaande uit een restrictiever monetair beleid en een relatief ruim begrotingsbeleid vormt een aanwijzing dat er niet langer behoefte is aan de buitengewone beleidsmaatregelen die zijn getroffen na het omvallen van Lehman Brothers. De nieuwe beleidsmix betekent tevens dat een obligatie-uitgevende centrale overheid belangrijker zal worden voor de Chinese economie dan lokale overheden die van bankkrediet afhankelijk zijn.

Voorts kan de nieuwe beleidsmix via hogere bestedingen door de centrale overheid aan sociale voorzieningen een bijdrage leveren aan het meer in evenwicht brengen van de Chinese economie. De consumentenbestedingen komen meer in balans met investeringen, doordat consumenten minder behoefte voelen om te sparen voor bijvoorbeeld medische uitgaven.

Tot slot kan worden opgemerkt dat de wenselijke beleidsmix in China aanmerkelijk afwijkt van het huidige economisch beleid van de westerse landen. In de westerse landen is het monetaire beleid ruim en dit wordt in de Verenigde Staten zelfs verder verruimd, terwijl het fiscale beleid vooral in Europa wordt verkrapt. Dit laat zien hoe beleidsinstrumenten afhankelijk van de plaatselijke omstandigheden verschillend worden ingezet om gevolgen van dezelfde mondiale neergang te bestrijden.