

Geen oververhitting in China

De inflatie in China is vorig jaar aanzienlijk toegenomen. Deze inflatieversnelling wakkerde de discussie over een oververhitting van de Chinese economie aan. De angst voor oververhitting is echter niet terecht. De toename van de inflatie kan volledig worden toegeschreven aan de op hol geslagen voedselprijzen.

Een economie kan alleen oververhit raken als de feitelijke productie gedurende langere tijd groter is dan de potentiële productie. Met andere woorden als de *outputgap* positief is. De outputgap is het verschil tussen het potentiële bbp en het feitelijke bbp. De formule voor het berekenen van de outputgap is $Y - Y^*$, waarbij Y de feitelijke productie is en Y^* is de potentiële productie. Als deze berekening een positief cijfer oplevert is er sprake van een *inflationary gap*. Dit geeft aan dat de groei van de totale vraag groter is dan de groei van het totale aanbod, wat mogelijk tot inflatie leidt. Als de berekening een negatieve uitkomst oplevert is er sprake van een *recessionary gap*, die kan wijzen op deflatie. De outputgap is in het tweede kwartaal van 2008 omgeslagen van een positieve uitkomst van 0,005 procent naar een negatieve uitkomst van -0,6 procent. Onder invloed van de mondiale recessie steeg de negatieve uitkomst in de outputgap tot zelfs -5,6 procent in het derde kwartaal van 2009. Sindsdien is de negatieve uitkomst in de outputgap licht afgenomen maar bedroeg deze nog altijd in het laatste kwartaal van 2010 -3,8 procent (Thomson Reuters Datastream).

Een andere ondersteuning van de visie dat er geen oververhitting is, kan gevonden worden in het lage niveau van de niet-voedselprijzinflatie, oftewel de onderliggende inflatie. Dit is de inflatie die in vergelijking met de voedselprijzinflatie een veel minder grillig verloop laat zien. De onderliggende inflatie is het afgelopen jaar maar marginaal toegenomen van 0,5 procent op jaarbasis in januari naar 2,1 procent in december, met een gemiddelde van 1,6 procent voor het jaar als geheel. Voorts is deze toename toe te schrijven aan een acceleratie van grondstofprijzen en niet aan een tekortschietende vraag. Zo is in het laatste kwartaal van 2010 de prijs van olie met 25 procent gestegen, terwijl de prijsstijging van kolen dertig procent bedroeg. Deze forse stijging van grondstofprijzen heeft tot een opwaartse druk op de niet-voedselprijzen geleid (Bloomberg; CEIC). Het lage niveau van de niet-voedselprijzinflatie komt nog duidelijker naar voren wanneer wij naar een langere periode kijken. Met een gemiddelde niet-

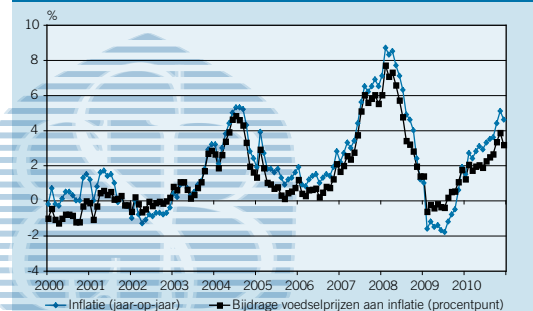
voedselprijzinflatie van 0,86 procent in de periode 2005 tot en met 2010 is de inflatie laag, gegeven dat de economie in diezelfde periode met gemiddeld tien procent groeide.

Voedselprijzen

De toename van de inflatie vorig jaar, en ook van de voorgaande jaren, is volledig toe te schrijven aan voedselprijzen (figuur 1). Op jaarbasis versnelde de voedselprijsstijging van 3,7 procent aan het begin van 2010 naar 11,7 procent jaar-op-jaar in november, om vervolgens iets af te vlakken naar 9,6 procent op jaarbasis in de december. Deze sterke versnelling van de stijging van de voedselprijzen heeft dus een opwaarts effect gehad op de totale inflatie. Voedselprijzen vertegenwoordigen 33 procent van de consumentenprijsindex-mand. Dit laatste is de meest gehanteerde inflatiemaatstaf. Nu is vastgesteld dat er een grote correlatie bestaat tussen voedselprijsstijgingen en de versnelling van de inflatie vorig jaar, is het de vraag waarom de voedselprijzen zo sterk zijn gestegen. Een vaak gehoord antwoord is dat slechte weersomstandigheden vorig jaar hebben gezorgd voor een slechte oogst, waardoor de voedselprijzen sterk zijn gestegen. Dit is inderdaad een valide argument, maar er is meer aan de hand. Er bestaat een duidelijke relatie tussen de ontwikkeling van de conjunctuur en de ontwikkeling van de voedselprijzen (figuur 2). Met andere woorden, uit figuur 2 kan worden opgemaakt dat het voedselaanbod in periodes waarin de economische groei versnelt de vraag niet kan bijbenen. De correlatie van 0,57 tussen de beide variabelen neemt zelfs aanzienlijk toe, naar 0,72 voor de periode 2000 tot en met 2010, als de ontwikkeling van de voedselprijzen met twee kwartalen wordt vertraagd. De ontwikkeling van de conjunctuur-

Figuur 1

Inflatie in China (in procenten).



Bron: Bloomberg; Economisch Bureau ABN AMRO

SERDAR KÜÇÜKAKIN
Senior econoom bij ABN
AMRO

cyclus loopt dus duidelijk vooruit op de ontwikkeling van de voedselprijzen. De verwachting is dat de economische groei in 2011 met een toename van 9,4 procent minder uitbundig zal zijn dan de 10,4 procent het afgelopen jaar. Deze relatief minder uitbundige economische groei zal, als de historische patronen standhouden, een dempend effect hebben op de voedselprijzen.

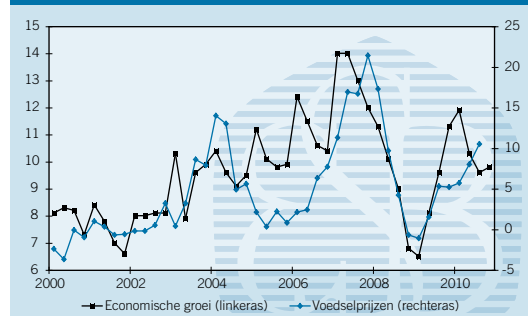
Hogere inflatie in 2011

Onlangs de constatering dat er geen oververhitting is in de economie en de verwachting dat de ontwikkeling in de conjunctuurcyclus de stijging van de voedselprijzen waarschijnlijk zal afremmen, is het vooruitzicht toch dat in 2011 de inflatie in vergelijking met 2010 verder zal oplopen van 3,3 naar 4,5 procent. Dit lijkt een tegenspraak. Echter, om toekomstige inflatietrends te kunnen voorspellen is het essentieel dat nauwkeurig wordt vastgesteld welke factoren bepalend zijn voor de inflatie. In de nasleep van de ondergang van Lehman Brothers in september 2008 hebben de Chinese autoriteiten de groei van de geldhoeveelheid aangezwengeld om de wereldwijde recessie te bestrijden. De groei van de geldhoeveelheid (M2) nam toe van gemiddeld 16,4 procent in de periode 2000 tot en met 2008, naar 26,5 procent in 2009 en 20,8 procent vorig jaar. Hoewel de geldgroei sinds begin vorig jaar sterk is afgevlakt, is er nog steeds een overvloed aan liquide middelen in de reële economie, namelijk 72,5 biljoen renminbi in 2010. Vanaf begin 2009 is er sprake van een duidelijke trendbreuk (figuur 3). Dit wijst erop dat de huidige hoeveelheid geld in het systeem groter is dan noodzakelijk om de reële economische ontwikkelingen in het land te faciliteren. Hier komt nog bij dat het plafond voor de nieuwe kredietverlening dit jaar slechts marginaal is verlaagd, van 7,5 biljoen renminbi naar 7,0 biljoen. Dit betekent dat, afhankelijk van de toepassing van andere monetaire beleidsinstrumenten, de geldgroei in 2011 hoog zal blijven (figuur 3).

Toch is een hoge groei van de geldhoeveelheid slechts een noodzakelijke voorwaarde en niet voldoende om inflatie te creëren. In China zijn er op dit moment drie noodzakelijke voorwaarden aanwezig om inflatie te creëren.

Figuur 2

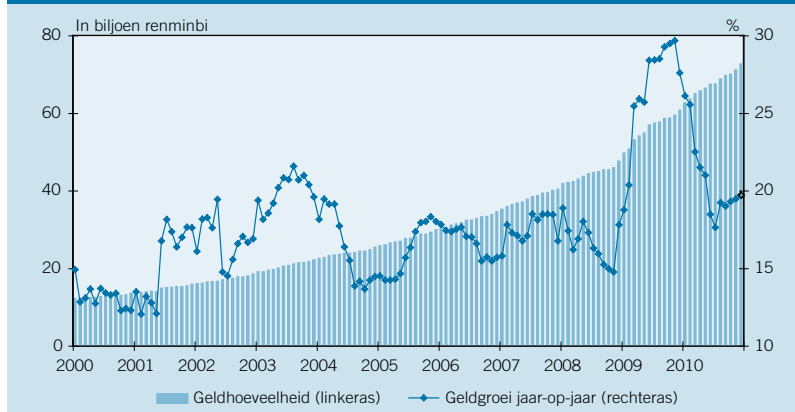
Conjunctuur en voedselprijzen.



Bron: Bloomberg; Thomson Reuters Datastream 916

Figuur 3

Geldhoeveelheid (in renminbi) en geldgroei (in procenten).



Bron: CEIC

De eerste wordt gevormd door de snelle stijging van de lonen van migrantenarbeiders van landelijke naar stedelijke gebieden. Vorig jaar bedroeg de loongroei voor de tweehonderd miljoen migranten negentien procent. De tweede voorwaarde is de toename van de inflatie, of de verwachte inflatie, als gevolg van de tweede kwantitatieve versoepeling door de Amerikaanse Fed, waarmee in november vorig jaar een begin werd gemaakt. Tot slot is in het laatste kwartaal van het afgelopen jaar de prijs van kolen en olie fors gestegen, respectievelijk met dertig procent en 25 procent. Daar energieprijzen acht procent van de consumentenprijsindex uitmaken kan het niet anders dan dat uiteindelijk deze prijsstijgingen zullen doorwerken in het algehele inflatiecijfer, zeker wanneer de prijsstijging van deze grondstoffen onverminderd doorgaat.

Deze drie voorwaarden worden aangevuld met de al robuuste binnenlandse vraag. De detailhandelsverkoop stegen vorig jaar gemiddeld met 18,4 procent, die in 2011 marginaal zal afvlakken bij een verwachte economische groei van 9,4 procent. Al met al zal de combinatie van deze factoren ervoor zorgen dat de inflatie in 2011 aanzienlijk hoger zal uitvallen dan in 2010.

Per saldo zal China moeten wennen aan een relatief hoge inflatie de komende jaren. Een dubbelcijferige inflatie of zelfs hoge enkelcijferige inflatie wordt echter niet verwacht. Ten eerste deelt de stedelijke middenklasse niet mee in de hoge loongroei voor migrantenarbeiders. Landelijk bedroeg de loongroei vorig jaar ongeveer dertien procent, wat slechts ongeveer drie procentpunt meer is dan de reële bbp-groei in 2010, namelijk 10,4 procent. Ten tweede is de Chinese centrale bank (PBoC) op weg om de rente te normaliseren.

Monetaire beleidsvooruitzichten

Sinds begin 2009 heeft de PBoC de reservevereiste al zeven keer verhoogd en staat de kasreservevereiste voor grote banken op het hoogste niveau ooit, negentien procent. Met andere woorden, de PBoC heeft al uitgebreid gebruik gemaakt van dit instrument om de kredietgroei en dus de geldgroei te beteugelen. Dit monetaire beleidsinstrument zal dit jaar zeker ook weer door de beleidsmakers worden toegepast. Naar verwachting zal de centrale bank dit instrument nog drie keer inzetten dit jaar.

Vorig jaar heeft de PBoC de beleidsrente slechts twee keer verhoogd, met 75 basispunten. Naar verwachting wordt de rente dit jaar met honderd basispunten verhoogd, waarmee de basisrente zou uitkomen op 6,81 procent. Vorig jaar is de Chinese valuta slechts marginaal in waarde gestegen ten opzichte van de dollar, namelijk met 3,3 procent. De appreciatie zal dit jaar versnellen en uitkomen op zes procent, zodat de renminbi het jaar zal afsluiten op 6,2 ten opzichte van de dollar. Sommige analisten zullen dit misschien nog steeds een marginale stijging vinden, maar er zijn geen aanwijzingen dat de Chinese beleidsmakers bereid zijn een snellere of sterke eenmalige appreciatie van de renminbi toe te staan.