

Het Aziatische mysterie

De snelstgroeiende regio ter wereld lijkt opnieuw wonderen te verrichten. Leden de economieën in Zuidoost-Azië in 1993 nauwelijks onder de trage groei dan wel recessies in de westerse economieën (inclusief Japan), nu profiteren zij wel van het economische herstel. Het zwaard lijkt niet langer aan twee kanten te snijden. Maar schijn bedriegt. De verklaring voor het mysterie kan gevonden worden in de onstuimige groei van de Chinese economie in de afgelopen 2,5 à drie jaar. In 1993 groeide de Chinese economie met 13,5%. De onafgebroken hoge groei in Zuidoost-Azië zorgde vorig jaar voor grote belangstelling van buitenlandse beleggers voor de verschillende aandelenbeurzen. De beurs van Hongkong steeg in 1993 met 116%, de Maleise beurs met 98%, de Thaise beurs met 88% en de Singaporese beurs met 59%.

Wat zal er in Zuidoost-Azië gebeuren als begin volgend jaar zowel de Amerikaanse als de Chinese economie hun huidige groeitempo niet zullen volhouden? De Amerikaanse renteverhogingen en de onzekere vooruitzichten voor de Chinese economie zorgden in de eerste vier

maanden van dit jaar voor een correctie van 15% tot 30% op de Zuidoost-aziatische beurzen. De binnenlandse vraag en de intraregionale handel zullen de groei moeten gaan dragen. Met een opkomende Aziatische consument lijken de kansen daarop groter dan ooit. Maar de gevolgen verschillen sterk per land.

China: de strijd tussen hervormers en planeconomen

Volgens een recent artikel in *Far Eastern Review* is het huidige 'schizofrene' beleid in China het best te begrijpen als men aanneemt dat Deng Xiaoping, voor het laatst in februari in het openbaar verschenen, inmiddels is overleden en dat de machtsstrijd is losgebroken. Natuurlijk is dit speculatie, maar het zou een verklaring bieden voor het feit dat in het afgelopen half jaar het monetaire beleid gekenmerkt werd door het afwisselend open en dicht draaien van de kredietkraan. Bij hoge inflatiecijfers beloven medewerkers van de centrale bank de krediettegels aan te halen. Maar op het moment dat de staatsbedrijven massaal lijken te bezwijken onder de krappe kredietrestricties en er werkloosheid dreigt, laat men de geldgroei weer krachtig toenemen. De inflatie probeert men op dat moment te beteugelen door het invoeren van prijsstops. De economische groei wordt in de hand gehouden door slechts weinig investeringsprojecten goed te keuren. Bij protesten tegen de inflatie belooft men echter weer hogere loonstijgingen. Daarnaast heeft de leiding in Beijing grote moeite om de snelstgroeiende provincies, zoals Guangdong, in het gareel te houden.

Dit wisselvallige beleid lijkt op het eerste gezicht precies datgene te bereiken wat de bedoeling is: een zachte landing van de Chinese economie. De groei in de industriële productie zwakte in de eerste helft van het jaar slechts af tot 15,8% waar de productie vorig jaar nog met 23,8% groeide. Op het inflatiefront zijn evenwel nog geen verbeteringen te melden. In augustus bedroeg de inflatie 25,8%. De oplopende inflatie is volgens experts te wijten aan de versoepeling van de kredietrestricties in het tweede kwartaal. Een opnieuw aanhalen van de krediettegels lijkt noodzakelijk.

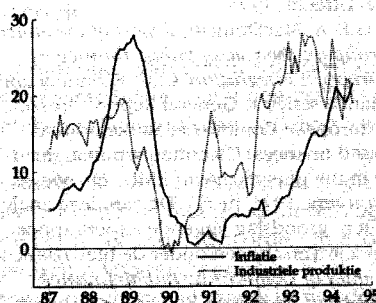
De rubriek 'Financiële markten' verschijnt elke twee weken in ESB, en wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

De grootste opgave: de hervorming van de staatsbedrijven.

Bovendien verhullen de geaggregeerde groeicijfers het dramatische proces dat in de staatsbedrijven gaande is. De groei in de industriële productie in de staatsondernemingen is in de eerste helft van dit jaar vrijwel stilgevallen (tot 0,9% ten opzichte van de eerste helft van 1993), waar deze in 1993 nog 8,9% groeide. De staatsbedrijven zijn goed voor 52% van de totale industriële productie en voor zo'n 70% van de niet-agrarische werkgelegenheid. 46% van de staatsbedrijven draait met verlies. De staatsondernemingen worden gekenmerkt door veel overbodig personeel en overbodige productie, voortvloeiend uit de volledige werkgelegenheid onder het communisme (de 'iron bowl'). Tenzij de overheid bereid is de staatsondernemingen langdurig te subsidiëren, hetgeen tot nieuwe oververhitting van de economie leidt die des te harder afgeremd zal moeten worden, zal zij de hervorming van de staatsbedrijven ter hand moeten nemen. De jongste beleidsintenties uit Beijing lijken hier ook op te wijzen. Op dit moment staan 18 staatsbedrijven op de nominatie om failliet te gaan. Maar zoals we in Oost-Europa hebben kunnen zien leidt het ontmantelen van de staatsondernemingen tot een dramatische daling in de productie en massale werkloosheid. Sociale onrust lijkt als gevolg van de dreigende werkloosheid en de hoge inflatie op de loer te liggen.

Kortom, het lijkt onwaarschijnlijk dat de Chinese economie aan een gevoelige terugval in de economische groei zal kunnen ontkomen. In het verleden ging dat gepaard met een krachtige daling in de importvraag. Na de afkoeling in 1981 daalden de importen in 1982 met 12,4%, na de groeivertraging in 1986 nam de importgroei af tot 0,7% in het daaropvolgende jaar en na de harde landing in 1989 werd er in 1990 9,8% minder ingevoerd vergeleken met een jaar daar-

Figuur 1. Inflatie en industriële productie in China, %, jaar op jaar



voor. In de eerste helft van dit jaar nam de importgroei al af van 29% in 1993 tot 15% in de eerste helft van het jaar.

De opkomst van de consument

In hoeverre zullen de consumenten in Zuidoost-Azië het komende jaar de wegvallende exportgroei naar de Verenigde Staten en naar China kunnen opvangen? Als gevolg van hogere loonstijgingen deelt de middenklasse in Zuidoost-Azië in toenemende mate in de hogere welvaart, hetgeen zich vertaalt in hogere consumptiegroei. Studies hebben uitgewezen dat als het jaarinkomen van een huishouden de drempelwaarde van \$ 8.000 overschrijdt de vraag naar auto's op gang komt¹. Een mooi voorbeeld hiervan is Thailand. Tussen 1980 en 1987 schommelden de maandelijkse autoverkopen rond het constante niveau van 7.500 per maand. Vanaf de tweede helft van 1987 versnelden de maandelijkse autoverkopen. Vorig jaar bedroegen de autoverkopen zo'n 37.000 per maand.

Sinds de tweede helft van de jaren tachtig doet de consument in Hongkong, Singapore, Maleisië, Thailand, Taiwan en Zuid-Korea steeds meer van zich spreken zoals blijkt uit de versnelling in de groei van de consumptieve bestedingen vanaf 1987 (zie tabel). In een aantal landen lag de consumptiegroei in de afgelopen zeven jaar zelfs al hoger dan de groei van het bbp. Indonesië loopt in deze ontwikkeling wat achter op de andere hoge-groeilanden in de regio, omdat de lonen nog op een veel lager niveau liggen, maar ook hier lijkt sinds 1990 consumentisme zijn intrede te hebben gedaan.

Met andere woorden, de kans dat de groei het komende jaar gedragen kan worden door de binnenlandse vraag en de daaruit voortvloeiende intraregionale handel lijkt groter dan ooit.

Voor aandelenbeleggers in het Verre Oosten betekent dat evenwel niet dat de economische vooruitzichten voor alle landen even gunstig zijn. Hongkong heeft overduidelijk de grootste invloed van de ontwikkelingen in China. Van de totale exporten gaat 29,6% naar China. Daarnaast zijn de bedrijfsbelangen vanuit Hongkong in China en van Chinezen in Hongkong de afgelopen jaren sterk opgelopen. En hoewel de consument in

Tabel 1. Het toegenomen belang van de consument, gem. jaarlijkse groei, %

	Bbp 1981-86	Consumptie 1981-86	Bbp 1987-93	Consumptie 1987-93
Singapore	5,5	3,6	8,7	8,4
Thailand	5,5	3,6	10,4	9,3
Hongkong	6,0	6,3	6,3	7,2
Maleisië	5,4	5,4	11,4	12,4
Taiwan	7,6	6,5	7,4	9,7
Zuid-Korea	9,1	7,0	8,2	8,7
	1984-89	1984-89	1990-93	1990-93
Indonesië	5,6	3,1	6,8	6,9

Bron: Datastream.

Hongkong op dit moment een impuls geeft aan de economische groei, mag verwacht worden dat Hongkong het zwaarst te lijden zal hebben van de moeilijke fase waar China nu doorheen gaat, zowel economisch als financieel.

Voor Singapore zullen de gevolgen van een harde landing in China beperkt blijven daar slechts 2,6% van de totale exporten naar China gaat. Bovendien blijkt Singapore in toenemende mate marktaandeel te kunnen winnen in de omliggende landen zoals Maleisië, Thailand en Indonesië. De bijna afwezige werkloosheid vormt geen knelpunt voor de economie. Het bedrijfsleven gaat in steeds sterkere mate over tot automatisering en het produktenpakket wordt steeds meer verschoven naar produktie met een hoge toegevoegde waarde. De hoge groei die Singapore blijft vertonen gaat daarom gepaard met slechts een geringe werkgelegenheidsgroei en een hoge produktiviteitsgroei. Daarnaast kan de positie van de consument met een reële loonstijging van 4,5% in 1995 als gunstig worden bestempeld. Voorts staan de winstmarges in Singapore minder onder druk dan in Hongkong omdat het binnenlandse prijspeil en de lonen minder hard stijgen dan in Hongkong. Beide landen zijn prijnsnemer op de wereldmarkten.

Ook de exporten van Thailand naar China zijn verwaarloosbaar. Het valt zelfs niet uit te sluiten, dat het Thaise bedrijfsleven meer kan exporteren en meer buitenlandse investeringen aantrekken als gevolg van de problemen in China. Beide landen produceren gelijksoortige arbeidsintensieve goederen. Bovendien profiteert de Thaise consument van forse

loonstijgingen, belastingverlagingen en de verlaging van importtarieven. Zo krijgen ambtenaren in oktober een loonsverhoging van 14%. Hetgeen zich vertaald heeft in toegenomen bestedingen. Zo stegen de importen van consumentenprodukten in juni met 17,5% ten opzichte van een jaar daarvoor. Ondanks dat de Thaise monetaire autoriteiten de rente sinds april verhoogd hebben van 10,3% naar 11,0% om de hoge geldgroei af te remmen en om de inflatie die inmiddels meer dan 5% bedraagt te doen afnemen. Volgens de meeste analisten is The Bank of Thailand hiermee echter ruimschoots op tijd geweest om oververhitting van de economie te voorkomen.

Of de Maleise economie niet oververhit raakt is daarentegen nog een open vraag. Allesoverheersend is de vraag wanneer De Bank Negara aan de monetaire rem trekt. De geldgroei is nog steeds veel te hoog, de loonstijgingen overtreffen de produktiviteitsgroei en de overheid lijkt op het punt te staan de belastingen te verlagen om de kiezer voor de aanstaande verkiezingen gunstig te stemmen. Voor de consument zijn deze zaken op de korte termijn natuurlijk allemaal gunstig, maar voor aandelenbeleggers is het vooruitzicht van een oververhitte economie een gruwel.

Geconcludeerd kan worden dat de economische vooruitzichten voor Hongkong en Maleisië minder gunstig lijken dan die voor Singapore of Thailand.

Marcel Blom

1. George W. Mallinckrodt, lezing *Emerging Markets* voor World Economic Forum 1994, blz. 7.