

## China's pad naar de toekomst

### Staat China een financiële crisis, verloren decennium of zachte landing te wachten?

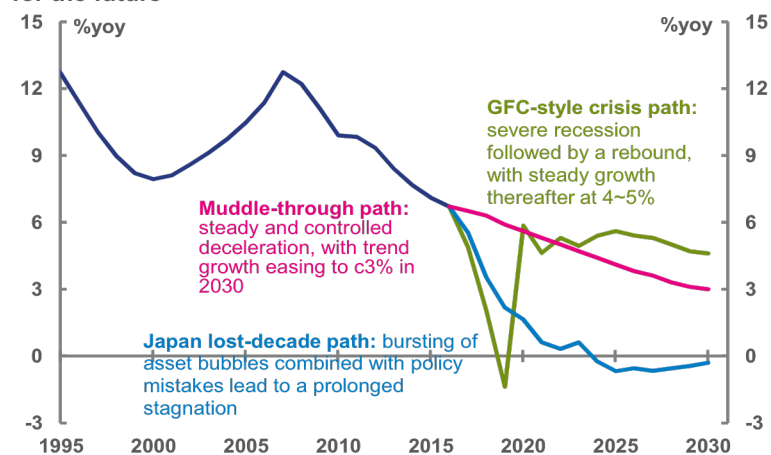
#### De hoofdpunten:

- De markt is in de afgelopen jaren geplaagd door de vrees voor een ontwrichtende correctie van de structurele onevenwichtigheden in China. Gezien het wereldwijde belang van het land zou een dergelijke shock rampzalig kunnen uitpakken voor de wereld.
- Er zijn verschillende visies op deze correctie van de onevenwichtigheden in China. Over het algemeen vallen deze in drie categorieën: 1) een financiële crisis zoals in de VS, 2) een verloren decennium zoals in Japan en 3) een zachte landing (wat China prefereert).
- Figuur 1 toont drie hypothetische paden die overeenkomen met deze scenario's. Casus 1 en 2 zijn gebaseerd op de ervaringen van de VS en Japan tijdens en na de crises van 2008 en begin jaren 1990. Het pad van de zachte landing komt overeen met een geleidelijk rijpende economie, waarbij onevenwichtigheden worden gecorrigeerd via succesvolle hervormingen.
- Om het meest waarschijnlijke pad voor China te kunnen bepalen, hebben we China's huidige macro-economische situatie vergeleken met die van de VS en Japan voorafgaand aan de crisis in die landen. Ondanks onmiskenbare overeenkomsten zijn er belangrijke verschillen die mede verklaren waarom China tot dusverre een ontwrichting van het systeem heeft weten te voorkomen.
- Onze hoofdconclusie bestaat uit drie delen:
  1. Een zachte landing blijft het meest waarschijnlijke pad gezien de greep van China op het eigen macrosysteem.
  2. Een lange periode van economische stagnatie is een groter risico dan een financiële crisis, omdat problemen dan eerder zullen worden doorgeschoven dan aangepakt met hervormingen.

Figuur 1

#### Three paths to the end road

China historical growth (smoothed) and three possible paths for the future



Bronnen: Bloomberg, CEIC en AXA IM Research

3. Welke koers China uiteindelijk zal volgen, hangt af van beleidsmaatregelen. Als Beijing structurele hervormingen blijft doorvoeren en een speerpunt maakt van economische aanpassingen, is er volgens ons een gerede kans dat China het lot van andere landen voorkomt en een eigen koers voor de toekomst uitstippelt.

## Markt verdeeld over toekomst van China

Toenemende economische onevenwichtigheden en een aanhoudende groeivertraging hebben ertoe geleid dat China in de afgelopen jaren een bron van zorg is geworden voor beleggers. Die zorg is wereldwijd versterkt door de liberalisering van kapitaalrekening en financiële markten van China. Sommigen vrezen zelfs dat een plotse en tumultueuze correctie van deze onevenwichtigheden rampzalig zou kunnen uitpakken voor de wereld.

Dankzij een overdaad aan research zijn de meeste beleggers inmiddels behoorlijk bekend met de structurele problemen van China: een onder schuld gebukt gaande economie met een onhoudbaar groeiemodel, een financieel systeem dat geplaagd wordt door slechte leningen en schaduwbankrisico's, een grote maar gesloten kapitaalmarkt die liquiditeit inefficiënt kanaliseert, en een bevolking die in alarmerend tempo vergrijsst. Dit zijn slechts enkele van de uitdagingen waarmee de op één na grootste economie ter wereld zich geconfronteerd ziet en die, zoals sommigen vrezen, voortijdig het lot kunnen bepalen van het groeimirakel.

Hoewel de problemen bekend zijn, is er nog maar weinig gedaan aan onderzoek naar oplossingen. Het gevolg is dat er de meest uitlopende verwachtingen zijn met betrekking tot wat er in het verschiet ligt voor China. De *perma-beren*, bijvoorbeeld, roepen al enige tijd dat een financiële crisis voor de deur staat, terwijl de optimisten nog altijd denken dat een V- of U-vormig herstel tot de mogelijkheden behoort. Daartussenin bevindt zich de mainstreammarkt, die het idee van een L-vormig traject heeft omarmd (kreeg afgelopen jaar bekendheid door een Chinese beleidsinsider). Het probleem met deze visies is dat ze maar zelden zijn gebaseerd op inhoudelijk onderzoek dat rekening houdt met de bijzondere economische, sociale en politieke kenmerken van China vergeleken met een doornormale marktgestuurde economie. Worden deze unieke kenmerken niet onderkend, dan bestaat volgens ons het risico van herhaling van de chronische fout van sommige pessimisten die blijven roepen dat China gedoemd is.

Ons onderzoek verschilt in twee opzichten van de bestaande literatuur over de structurele problemen van China. Ten eerste blikken we vooruit en focussen op hoe de problemen kunnen worden opgelost en in hoeverre de verschillende oplossingen het toekomstige pad van China beïnvloeden. Ten tweede leggen we de nadruk op analyse van de unieke kenmerken van China vergeleken met andere landen die bij de aanpak van hun eigen structurele onevenwichtigheden klassieke fouten hebben gemaakt. We lichten het belang van deze kenmerken toe en de rol die ze hebben gespeeld in het voorkomen van een systeemcrisis tot dusverre, en mogelijk ook in de toekomst. Kortom, we hopen dat deze analyse bijdraagt tot het bestaande debat over de vooruitzichten voor de Chinese economie – een onderwerp van groot belang niet alleen voor China maar ook voor de rest van de wereld.

## Drie manieren om onevenwichtigheden te corrigeren: crisis, verloren decennium of doormodderen

Gezien de sterke focus van de markt op systeemrisico's is er geen gebrek aan meningen over het mogelijke eindspel in China. De meest gehoorde verwachtingen vallen in een van de volgende drie categorieën:

- 1. Een financiële crisis zoals in de VS:** de structurele onevenwichtigheden in China bereiken een kantelpunt, met ingrijpende gevolgen voor de economie en de financiële markten. Dit is vergelijkbaar met de situatie in de VS na de ondergang van Lehman Brothers in de *subprime*-crisis.
- 2. Een verloren decennium zoals in Japan:** waarbij de onevenwichtigheden trager, maar wel even pijnlijk worden gecorrigeerd als in het geval van een crisis. Anders dan bij een crisis, waarna de economie uiteindelijk weer opveert, staat een verloren decennium gelijk aan een situatie waarin het systeem zich niet herpakt en de economie worstelt met een lange periode van stagnatie. Dit is vergelijkbaar met de situatie in Japan sinds begin jaren 1990.
- 3. Een door Beijing geprefereerde zachte landing:** in dit scenario worden de structurele onevenwichtigheden geleidelijk gecorrigeerd, lopen activazeepbellen gecontroleerd leeg en vertraagt de economie met kleine stappen tot een nieuw equilibrium is bereikt. De gezondheid van het systeem herstelt, niet door marktkrachten (vandaar de afwezigheid van een crisis of verloren decennium) maar door slagvaardig macro-economisch beleid. Dit is het scenario dat China prefereert en dat Beijing tracht uit te werken.

*Figuur 1* illustreert wat deze drie scenario's inhouden voor het toekomstige pad van de Chinese economie. In het geval van het crisis- en verloren-decenniumscenario bekijken we hoe het de VS en Japan verging tijdens en na de crises van 2008 en begin jaren 1990. Twee hypothetische paden worden gecreëerd die de ervaringen van de VS en Japan nabootsen, terwijl ook rekening wordt gehouden met de eigen groeikarakteristieken van China.<sup>1</sup> In geval van het derde scenario (zachte landing) nemen we vanwege het ontbreken van vergelijkingsmateriaal gewoonweg aan dat de economie in de komende jaren geleidelijk vertraagt tot een trendmatige groei van circa 3% in de jaren 2030<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Daartoe hebben we eerst de genormaliseerde groei van de VS en Japan berekend in de jaren na de crisis. Vervolgens is deze vermenigvuldigd met de groei van China in 2016 en de standaarddeviatie van de historische groei. Het crisispad en het verloren-decenniumpad zijn tot slot gecreëerd met de bijgeschaafde versie van deze series.

<sup>2</sup> Dit groeiprofiel gaat uit van een inkomen per hoofd van de bevolking dat oploopt van US\$8.123 in 2016 tot \$15.262 in

In het vervolg van dit onderzoek zullen we China met zowel de VS als Japan vergelijken en nagaan welk van de drie paden het meest van toepassing is op China gelet op de overeenkomsten en verschillen met voornoemde landen.

## China versus VS: vergelijkbare groei van schuld en activazeepbellen levert onheilspellende vergelijking op

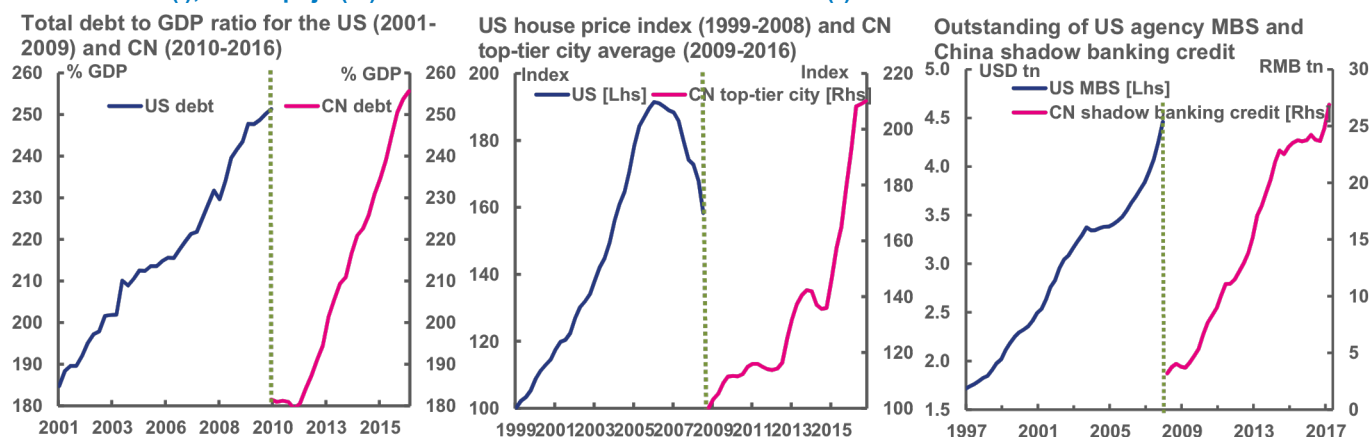
Veel marktpartijen zien parallellen tussen het hedendaagse China en de VS in de aanloop naar de subprime-crisis en hebben geconcludeerd dat we aan de vooravond staan van een grote financiële crisis in China. Er zijn inderdaad verontrustende overeenkomsten tussen de ontwikkelingen toen en nu in beide landen: gestegen activaprijzen, schuldopbouw en expansie van het financiële systeem. *Figuur 2* vergelijkt de ontwikkeling van belangrijke economische en financiële variabelen in

afgelopen zeven jaar tot 260% van het bbp eind 2016.

- Uitdijende huizenzeepbel: evenals in de VS, waar snelle kredietgroei tot een gigantische huizenzeepbel had geleid, liepen in de afgelopen jaren ook in China de huizenprijzen snel op. De gemiddelde huizenprijs in 'tier one'-steden<sup>4</sup> is sinds 2009 ruim verdubbeld (*Figuur 2*, midden).
- Groei schaduwbankstelsel: een belangrijke, nieuwe ontwikkeling in de aanloop naar de Amerikaanse subprime-crisis was de snelle groei van het schaduwbankstelsel. Dit droeg ertoe bij dat de zeepbel op de top van de cyclus nog groter was en de terugval werd verergerd. Ook China zag een snelle ontwikkeling van de schaduwbanksector, van nagenoeg non-existent voor de crisis tot bijna één derde van het totale krediet in 2016 (*Figuur 2*, rechts).

*Figuur 2*

### Totale schuld (l), huizenprijs (m) en maatstaf voor schaduwbankkrediet (r) voor VS en China



Bronnen: Bank of International Settlements (BIS) en AXA IM Research

enerzijds de VS in de aanloop naar de wereldwijde financiële crisis en anderzijds China vanaf 2008. Hieronder vindt u enkele belangrijke conclusies:

- Snelle schuldopbouw: beide economieën hebben de schuld significant zien toenemen. In de VS nam het totale schuldniveau toe van 180% van het bbp begin jaren 2000 tot meer dan 250% eind 2009 (*Figuur 2*, links). Toen de private sector in de VS met het afbouwen van schulden begon na de crisis, ontpopte China zich als redder/opkoper in nood en bouwde extra schuld op om de eigen en wereldeconomie te steunen in de periode na de crisis. De totale schuld<sup>3</sup> van China liep steil op in de

2030, met als aannamen een stabiele wisselkoers en een bevolkingsgroei van 1,5% (volgens de projectie van de VN). Een inkomen van \$15.000 per hoofd van de bevolking is vergelijkbaar met het huidige inkomensniveau van Griekenland en Portugal. Uitgaande van een statische trendmatige groei van 2% per jaar voor de VS, zal China tegen die tijd in termen van koopkrachtpariteit ongeveer op de helft zitten van het Amerikaanse inkomen per hoofd van de bevolking.

<sup>3</sup> Yao, A. (2016), China: in pursuit of an orderly deleveraging, AXA IM Investment Strategy Research, april 2016.

## De uitgebreide staatscontrole in China houdt risico's stevig in de hand

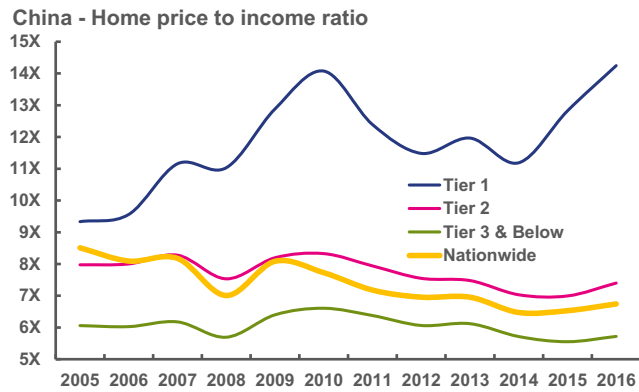
Op het eerste gezicht lijken deze overeenkomsten een omineus teken voor wat China te wachten staat. Maar is een financiële crisis daardoor onvermijdelijk? Kijken we verder, dan zien we enkele erg belangrijke verschillen tussen de VS en China die het oordeel in twijfel trekken.

Om te beginnen de huizenmarkt: anders dan in de VS, waar de huizenprijsstijgingen een nationaal fenomeen waren, is de Chinese hausse geconcentreerd in een klein aantal van de grootste steden. Vergeleken met de verdubbeling van de huizenprijzen in 'tier one'-steden was de gemiddelde prijsstijging in heel China slechts 55% in de afgelopen acht jaar. Deze stijging is in feite achtergebleven bij de gemiddelde groei van het nominale inkomen, met als gevolg een verbetering, niet een verslechtering van de betaalbaarheid van woonruimte buiten de 'tier one'-steden (*Figuur 3*).

<sup>4</sup> De 'tier one'-steden in China zijn Beijing, Shanghai, Shenzhen en Guangzhou.

Figuur 3

**Huizenzeepbel China geconcentreerd in 'tier one'-steden**

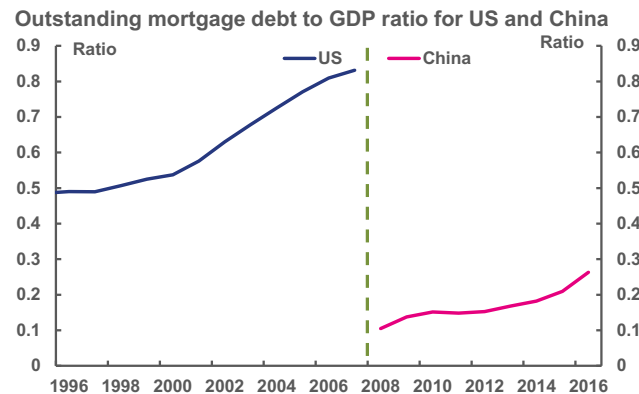


Bronnen: CEIC en AXA IM Research

En zelfs als de zeepbel in deze 'tier one'-steden plotseling uiteenspat, vertegenwoordigen deze markten slechts 5-6% van de totale huizenverkopen en investeringen in woningen in China. Zonder overtrokken waardeningen elders die het risico van besmetting vergroten, zal het uiteenspatten van deze zeepbel minder catastrofaal zijn voor China als de situatie destijds voor de VS.<sup>5</sup>

Figuur 4

**Hypotheek drijfveer van de schuld in de VS, niet in China**



Bronnen: Bloomberg, CEIC, Federal Reserve, en AXA IM Research

Een ander belangrijk verschil tussen China en de VS is de verwevenheid van de problemen. In de VS was de huizenmarkthausse nauw verweven met de schuldopbouw en de groei van het schaduwbanksysteem. Op het hoogtepunt was de schuldenlast van huishoudens goed voor bijna de helft van alle schuld, terwijl alleen de uitstaande hypotheek bijna 90% van het bbp bedroegen (Figuur 4). Hypotheekderivaten, bekend onder de naam *mortgage-backed securities* (door hypotheek gedekte effecten), waren de belangrijkste drijfveer voor de groei van het

<sup>5</sup> Dalende huizenprijzen in 'tier one'-steden hebben pijnlijke gevolgen voor het huishoudboekje en de consumptie van huishoudens. Maar vanwege de beperkte schuldenlast van huishoudens is het risico laag dat huizen voor dumprijzen worden verkocht, met als gevolg een neerwaartse spiraal in de huizenmarkt.

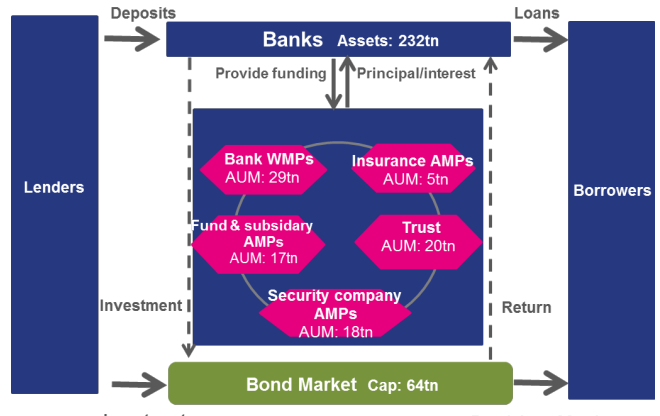
schaduwbanksysteem, dat op zijn beurt nog meer lucht in de huizenzeepbel blies.

In China daarentegen zijn de huizenmarkthausse en de schuldtoename veel minder onderling verweven. Bedrijfsschulden zijn al sinds 2009 de hoofdoorzaak van de schuldtoename in China, terwijl de schuldenlast van huishoudens, inclusief hypotheek, goed is voor slechts 40% van het bbp. Chinese huishoudens ondergaan ook een stringente screening bij het aanvragen van een hypotheek en moeten doorgaans meer dan 20% aanbetalen. Daarom bestaat het subprime-probleem, dat zo kenmerkend was voor de Amerikaanse crisis, niet in China.

Hetzelfde geldt voor het schaduwbanksysteem in China. *Trust/entrust*-leningen en *banker's bills* vormen een groot deel van de schaduwbankkredieten in China en deze dienen de bedrijfssector, niet de huizenmarkt. Het systeem is ook minder complex dan dat in de VS, met een beperkt aantal derivaatinstrumenten en minder complexe *financial engineering* (achterstelling van leningen via meerdere tranchelagen is nagenoeg niet-bestaand; zie Figuur 5). De geringere verwevenheid van huizenzeepbel, schuld en schaduwbankieren zou besmetting over en weer moeten beperken, waardoor de systeemrisico's voor China per saldo worden verlaagd.

Figuur 5

**Het schaduwbanksysteem in China is groot maar simpel (in RMB)**



Bronnen: CEIC, various media en AXA IM Research

Het laatste en belangrijkste verschil is het fundamentele karakter van de twee systemen. De VS is een marktgestuurd systeem, waarbij een onzichtbare hand in hoge mate bepalend is voor macro-uitkomsten, terwijl het Chinese systeem meer wordt beïnvloed door de zichtbare hand van de staat. In een marktsysteem kan liquiditeit plotseling verdampen in tijden van extreme risicoaversie, waardoor paniek ontstaat en activa worden gedumpt, met als gevolg verdere verdieping van de crisis. Zulke risico's (liquiditeitstekorten) kunnen drastisch worden beperkt in een door de staat gecontroleerd systeem, zoals in China, met een pragmatische centrale bank die bedacht is op liquiditeitsrisico's, en een betrekkelijk verzegelde kapitaalrekening die voorkomt dat liquiditeit wegglekt. Eén voorbeeld van deze intensieve staatscontrole is het aanbod van en de vraag naar krediet. Figuur 6 laat zien dat het overgrote deel van de bedrijfsschuld in China –

de grootste zorg van veel beleggers – in handen is van staatsbedrijven, terwijl de verstrekkers van het krediet meestal staatsbanken zijn. In feite is het de Chinese overheid die achter het aanbod en de vraag naar krediet zit, en daarmee is zij de eigenaar van het schuldprobleem van het land. Deze perfecte greep op het systeem heeft de autoriteiten in staat gesteld om liquiditeit in gespannen tijden te injecteren en te kanaliseren en zo een plots wegvallen van liquiditeit te voorkomen, een situatie die in een marktsysteem veelal voorafgaat aan een crisis.<sup>6</sup> **Dit is de belangrijkste reden waarom wij menen dat een klassieke financiële crisis onwaarschijnlijk is in China, behoudens ernstige beleidsfouten.**

Figuur 6

#### De staat zit achter zowel het aanbod als de vraag naar krediet

China - SOE and non-SOE corporate debt, SOE/policy bank vs. other banks in total assets



Bronnen: CEIC en AXA IM Research

#### China versus Japan: te veel uitstel en te weinig hervorming resulteert mogelijk in een verloren decennium

Onevenwichtigheden alleen onderdrukken zonder deze ooit aan te pakken kan echter geen houdbare strategie zijn voor enig systeem. China's maatregelen ter vertraging van hervormingen zijn vaak bekritiseerd als zijnde het voor zich uit schuiven van problemen. Zonder een effectieve aanpak van de diepgewortelde onevenwichtigheden kan de druk een andere uitweg zoeken dan via een financiële crisis. Uiteindelijk zou China wel eens een hoge prijs kunnen betalen voor de stabiliteit op korte termijn die toe te schrijven is aan de strategie van vooruitschuiven.

Maar wat zou de prijs zijn die China moet betalen

voor uitstel van de hervormingen? Om deze vraag te kunnen beantwoorden, denken we dat de ervaring van Japan na het uiteenspatten van de activazeepbel begin jaren 1990 wel eens enkele waardevolle inzichten zou kunnen opleveren. Hieronder is de opkomst en val van de Japanse zeepbeleconomie kort samengevat (Figuur 7):

- **Ontstaan zeepbel:** de gebeurtenis die het economisch lot van Japan bezegelde, was het in

<sup>6</sup> Bovendien is de schuld van China meestal gefinancierd met kapitaal uit het enorme spaaroverschot. Beperkte externe schuld, minder dan 10% van het bbp, betekent dat China weinig risico loopt op een klassieke EM-schuldencrisis.

1985 ondertekende Plaza-akkoord. Krachtens dit akkoord moest de Japanse yen in tweeënhalf jaar tijd met meer dan 50% in waarde toenemen tegenover de dollar. Teneinde de sterke munt te compenseren en de economie te steunen, verlaagde de Bank of Japan (BoJ) de rente in minder dan twee jaar met 250bp tot 2,5%. De vloedgolf van goedkope liquiditeit leverde de reële economie echter geen voordeel op, in tegenstelling tot de kapitaalmarkt die wél profiteerde. De activaprijzen schoten over de gehele linie de hoogte in, waarbij de grondprijzen met 160% stegen en de Nikkei-index bijna verdrievoudigde tussen 1985 en 1990.

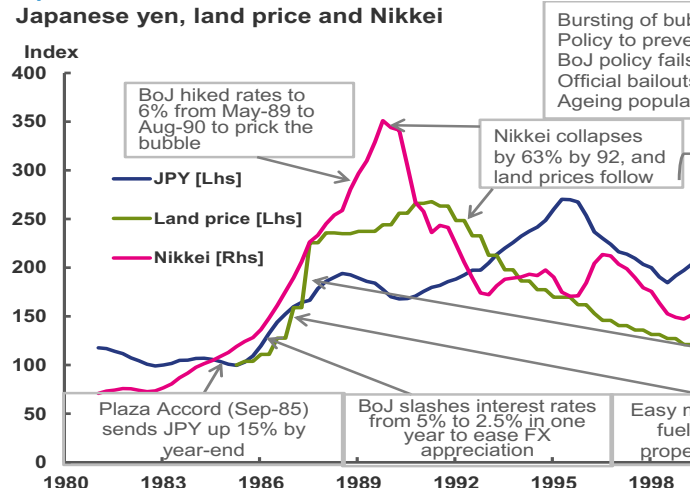
- **Uiteenspatten zeepbel:** de BoJ voorvoelde het gevaar van activazeepbellen en ging over tot agressieve verkrapping van de liquiditeit: tussen mei 1989 en augustus 1990 werd de beleidsrente met 350bp verhoogd. Dit was voldoende om de gigantische zeepbel op de aandelen-, grond- en vastgoedmarkt door te prikken. In 1992 had de Nikkei al meer dan 60% ingeleverd en de grond- en vastgoedmarkt waren begonnen aan een langdurige correctie. Vandaag zijn de prijzen op deze markten slechts een fractie van de piek die begin jaren 1990 werd bereikt.
- **'Opruiming' na uiteenspatten zeepbel:** het uiteenspatten van de activazeepbellen stortte de economie in een langdurige recessie en deflatiespiraal. De BoJ ging opnieuw over tot beleidsversoepeling, maar slaagde er niet in de economie nieuw leven in te blazen en de sterke munt te verzwakken. De publieke sector schoot eveneens te hulp, maar in plaats van de groei te stimuleren werden twee nieuwe problemen gecreëerd. Ten eerste vervuilde de bailout 's lands balans, waardoor de Japanse overheid met de hoogste schuldenlast ooit werd opgezadeld. Ten tweede werd daardoor voorkomen dat de markt zich kon ontdoen van improductieve bedrijven, hetgeen resulteerde in zombie-bedrijven en -banken, die de slagaders van de Japanse economie verstopten. Steeds meer resources werden opgeslokt door de zombie-entiteiten, waardoor de productiviteitsgroei instortte en de economie in een staat van langdurige stagnatie belandde.

Wanneer we onze aandacht weer op China richten, kunnen we er niet omheen om enkele parallellen vast te stellen tussen de ervaring van Japan in de jaren 1980 en die van China. 1) In beide landen ontstonden activazeepbellen als gevolg van verruimend monetair beleid; 2) de munt van beide landen onderging een grote wisselkoersvorming – het Plaza-akkoord voor Japan en de wisselkoersvorming van augustus 2015 voor China; 3) de beroepsbevolking heeft in beide landen gepiekt, wat de economische concurrentiepositie verzwakt; 4) het groeipotentieel is verminderd, waardoor beide landen minder goed in staat zijn om 'hun problemen te ontgroeien'; 5) beperkte marktzuivering heeft de ontmanteling van zombie-bedrijven voorkomen; en 6) de beleidsmaatregelen in Japan waren desastreuus in de nasleep van de uiteengespatte zeepbellen en er

bestaan zorgen dat China mogelijk dezelfde fouten

Figuur 7

### Japan's historic bubble formation and deflation Japanese yen, land price and Nikkei



Bronnen: Bloomberg, various media and AXA IM Research

### Het lot van Japan voorkomen komt neer op slagvaardig beleid

Dus, terugkomend op de eerder gestelde vraag, wat zijn de kosten voor China indien de correctie wordt uitgesteld? Als we op de ervaring van Japan mogen afgaan, is het zeer wel denkbaar dat de economische groei inzakt. Zonder een crisis die het macrosysteem zuivert, blijven commercieel niet-levensvatbare bedrijven en banken in leven doordat ze kunnen teren op de resources die anders terecht zouden zijn gekomen bij de productieve delen van de economie. Een forse daling van de productiviteitsgroei zal de schuldeflatie en de gevolgen van vergrijzing versterken, met als gevolg een lange en pijnlijke stagnatie van de economie. Vandaar dat het echte risico van China's strategie van vooruitschuiven erop neerkomt dat het land dezelfde fout maakt als Japan en een verloren decennium over zich afroept.

En mocht u denken dat het voor Japan een pijnlijke ervaring was, voor China zou het nog pijnlijker worden. Vergeleken met het Japan van de jaren 1990, dat toen al een van de rijkste landen ter wereld was, is het hedendaagse China nog altijd een middeninkomensland. Een lange periode van zwakke groei betekent dat China niet langer inloopt op de rijke landen van deze wereld en blijft steken op het niveau van de middeninkomenslanden. Een dergelijk lot zou verreikende consequenties kunnen hebben voor de economie, het politieke systeem en de sociale stabiliteit van China.

Zijn de hierboven opgesomde overeenkomsten echter voldoende om het oordeel te bekrachtigen dat China's toekomst gedoemd is? Een nadere blik op de vergelijking tussen China en Japan werpt echter enige twijfel op.

China heeft de activaprijzen in de afgelopen jaren weliswaar snel zien oplopen, maar de mate van deze stijgingen is bij lange na niet zo groot als destijds in Japan in de jaren 1980 (Figuur 8). De winsten op de aandelenmarkt, bijvoorbeeld, zijn sinds de correctie in 2015 bescheiden en, zoals reeds aangehaald, de

begeat.

huizenprijzen zijn niet excessief gestegen buiten de 'tier one'-steden. Vandaar dat de veelgehoorde mening dat China's hedendaagse 'zeepbel' groter is dan die van Japan in de jaren 1980 gewoonweg niet wordt gestaafd door de feiten.

Figuur 8

### De zeepbellen in Japan waren veel groter dan die in China

% increase in property and land prices, stock market and nominal GDP for JP (1980-1990) and CN (2008-current)



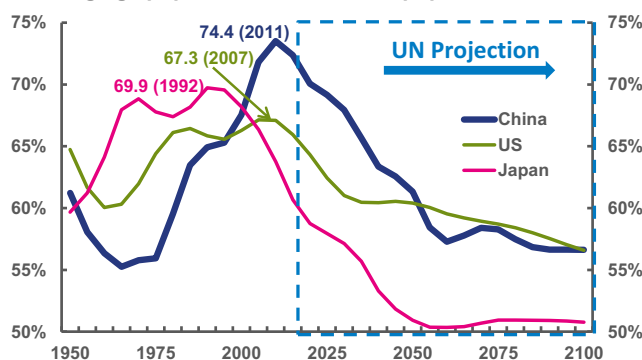
Source: Bloomberg, CEIC en AXA IM Research

Ten tweede is de bevolkingscyclus in China weliswaar over de top, het tempo van vergrijzing ligt nog steeds tientallen jaren achter op dat van Japan. Sterker nog, om de piek (1992) van de Japanse beroepsbevolking te bereiken, moet China nog tot 2025 wachten (Figuur 9). Onder verder gelijkblijvende omstandigheden zal een tragere demografische verslechtering minder druk uitoefenen op de potentiële groei en economische concurrentiepositie van China.

Figuur 9

### De vergrijzing in China loopt tientallen jaren achter op die in Japan

Working age population, as % of total population



Bronnen: UN en AXA IM Research

Ten derde: hoewel beide landen moesten ingrijpen in de wisselkoers van hun munt, leverde dat twee totaal tegengestelde resultaten op. Na ondertekening van het Plaza-akkoord begon de Japanse yen aan een onvermoeibare klim en bleek in 1988 met 50% te zijn gestegen tegenover de USD en met bijna 30% in reële effectieve termen. Dit ondermijnde de Japanse export en zette de BoJ aan tot verruimend beleid, dat uiteindelijk leidde tot een gigantische activazeepbel. Zelfs in de jaren 1990 en 2000, toen Japan nog niet gekomen was

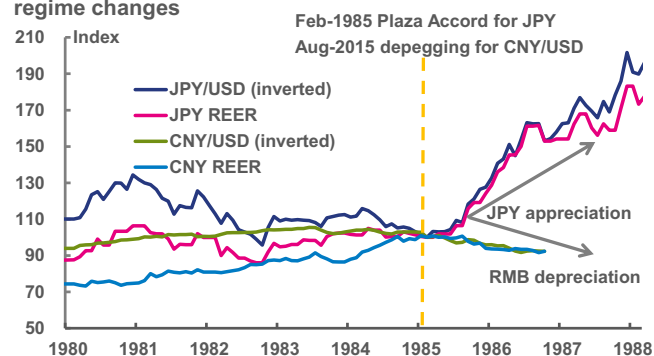
van de shock na het uiteenspatten van de zeepbellen, bleef de JPY/USD op een hoog niveau en bood de binnenlandse economie geen enkel respijt.

In China introduceerde de PBoC (Chinese centrale bank) in augustus 2015 een hervorming van het wisselkoersregime, die een nieuw pad voor de renminbi (RMB) markeerde. In tegenstelling tot de yen is de wisselkoers van de RMB sindsdien gedaald, met bijna 10% in reële effectieve termen (Figuur 10). Een zwakkere munt (en verder afzwakkend, zo is onze verwachting) zal de Chinese export en inflatie steunen en een tegenwicht vormen voor de negatieve effecten van de binnenlandse hervorming.

Figuur 10

### RMB en JPY bewegen in tegengestelde richting na wisselkoershervorming

JPY, CNY and real effective exchange rates rebased to regime changes



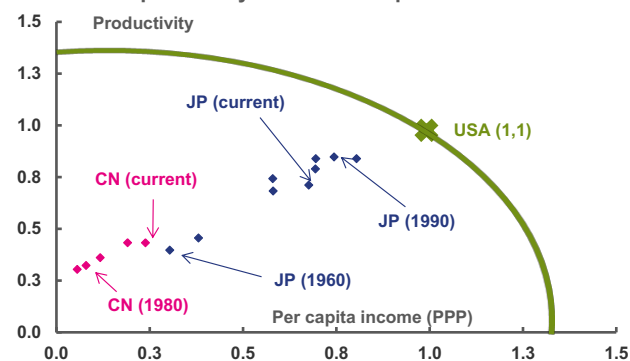
Bronnen: Bloomberg en AXA IM Research

Ten vierde bevindt China zich momenteel in een totaal ander stadium van economische ontwikkeling dan Japan aan het begin van de jaren 1990. Vergeleken met de VS was Japan al een welvarend en technisch vooraanstaand land vóór de verloren decennia. China heeft weliswaar goede voortgang geboekt met zijn economische ontwikkeling, maar blijft in hoge mate een ontwikkelingsland. Het huidige inkomen per hoofd van de bevolking en het huidige productiviteitsniveau liggen dicht bij dat van Japan in de jaren 1960 en zijn slechts een fractie van de huidige niveaus in de VS (Figuur 11). Dit betekent dat de Chinese economie nog een flinke inhaalslag kan maken – iets dat Japan niet meer kon doen ten tijde van de crisis.

Figuur 11

### China beschikt nog over veel onaangeboord groeipotentieel

Production probability frontier for Japan and China



Bronnen: IMF, Pen World, and AXA IM Research

*Last but not least*, de cruciale factor die China en Japan van elkaar onderscheidt, is de verschillende aanpak van de activazeepbellen en de nasleep daarvan door beide overheden. In Japan hadden de zeepbellen ongekende proporties aangenomen, deels omdat de beleidsmakers terughoudend waren met het doorprikken ervan<sup>7</sup>. Bovendien gingen zij kolossaal de fout in met beheersing van de gevolgen van het uiteenspatten van de zeepbellen: ze lieten achterwege hervormingen door te voeren, bijvoorbeeld ontmanteling van zombie-bedrijven, opschoning van het banksysteem en herbalancering van de economie. Hadden de autoriteiten deze beleidsfouten voorkomen, dan had Japan mogelijk de decennialange economische stagnatie kunnen ontlopen<sup>8</sup>.

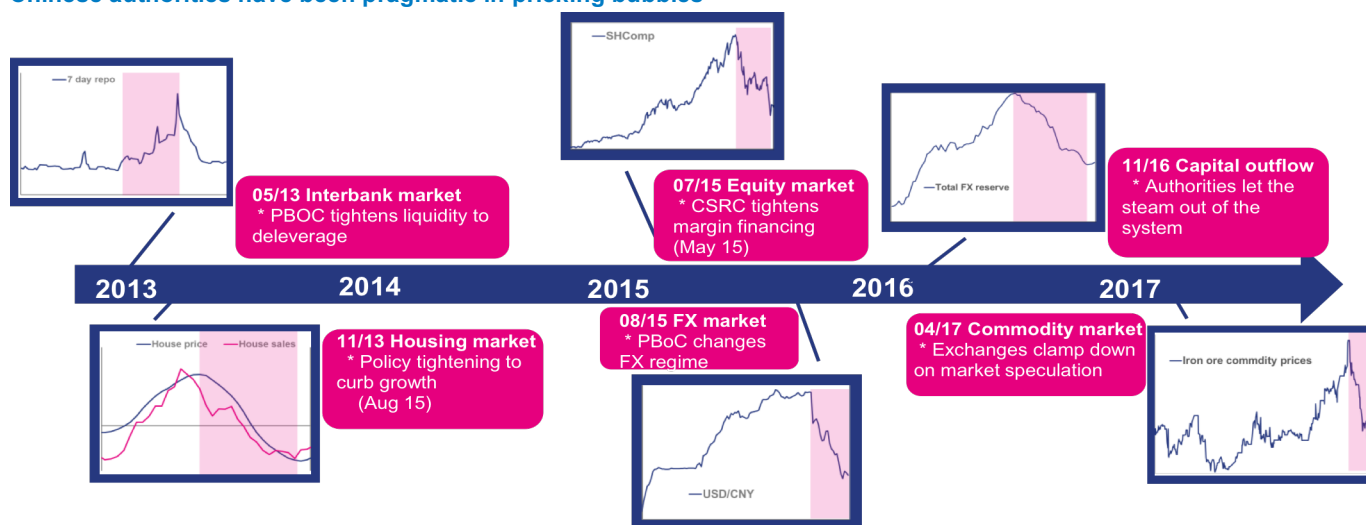
Dit is precies het lot dat Beijing tracht te vermijden door een andere benadering van activazeepbellen en hervormingen. Vanuit cyclisch oogpunt is de overheid erg pragmatisch gebleken met het doorprikken van zeepbellen voordat deze zulke proporties aannamen dat ze een systemisch risico vormden. *Figuur 12* illustreert de staat van dienst van de Chinese autoriteiten wat betreft het aanpakken van schuld niveaus en speculatie in verschillende activamarkten zonder het systeem als geheel te ontwrichten. Een uit twee stappen bestaande crisismanagementaanpak heeft daarbij een prominente plaats ingenomen: **eerst prikken de autoriteiten een zeepbel door, daarna volgt een gecoördineerde inspanning gericht op beheersing van de gevolgen teneinde overloopeffecten te beperken**. Aan de wereldwijde financiële crisis kan de volgende analogie worden ontleend: Beijing is niet bevreesd voor incidenten als Bear Stearns, maar stelt al het mogelijke in het werk om een calamiteit als de ondergang van Lehman te voorkomen.

<sup>7</sup> Jinushi, Kuroki en Miyao (2000), *Monetary Policy in Japan Since the Late 1980s: Delayed Policy Actions and Some Explanations*, Institute for International Economics, januari 2000

<sup>8</sup> IMF (2011), *Did the Plaza Accord Cause Japan's Lost Decades*, Box 1.4, Chapter 1, International Monetary Fund, World Economic Outlook, april 2011

Figuur 12

## Chinese authorities have been pragmatic in pricking bubbles



Source: Bloomberg, CEIC, various media and AXA IM Research

Naast het cyclische beleid heeft Beijing ook hervormingen doorgevoerd om de diepgewortelde problemen aan te pakken. In de afgelopen jaren is duidelijke vooruitgang geboekt op terreinen, zoals financiële liberalisering (waardoor de binnenlandse rente vrij kan bewegen en de kapitaalmarkt geleidelijk wordt opengesteld), beperking van overcapaciteit (waardoor PPI-deflatie in PPI-inflatie verandert), de afbouw van hefboomfinanciering (waardoor de groei van schaduwbankieren wordt beteugeld) en de afschaffing van het éénkindbeleid (waardoor het tempo van vergrijzing wordt vertraagd). Niet alle hervormingen zijn echter even voortvarend gebleken – de herstructurering van staatsbedrijven, bijvoorbeeld, is voor veel beleggers op een teleurstelling uitgelopen – maar het is onmiskenbaar dat de economische hervormingen het land over het algemeen de juiste richting uit sturen.

**Dit pragmatische beleid van de Chinese overheid en de bereidheid tot verandering zijn naar onze mening het fundamentele verschil tussen China nu en Japan in de vroege negentiger jaren.** Indien het officiële beleid blijft inzetten op een meer duurzaam pad voor de Chinese economie, denken we dat er een goede kans is dat China de verloren decennia weet te vermijden die Japan wél ten deel zijn gevallen.

## Op weg naar de toekomst

Samenvattend, met ons onderzoek hebben we getracht een overzicht te geven van de overheersende marktverwachtingen met betrekking tot de toekomst van China. We hebben drie manieren geanalyseerd waarvan algemeen wordt aangenomen dat deze tot een correctie van structurele onevenwichtigheden kunnen leiden: een financiële crisis zoals in de VS, een verloren decennium zoals in Japan of een zachte landing zoals geprefereerd door Beijing. We hebben drie brede conclusies getrokken:

1. Een zachte landing blijft in onze optiek het meest waarschijnlijke pad voor China, gezien de stevige greep die de staat op het macrosysteem heeft en de bereidheid tot acceptatie van hervormingen.
2. Een verloren decennium is een grotere bedreiging voor het basisscenario dan een financiële crisis, omdat het verleidelijker is om problemen voor zich uit te schuiven dan gevestigde belangen aan te pakken en hervormingen door te voeren.
3. Er zijn veel fundamentele verschillen, maar wat China het lot van de VS en Japan kan besparen, is volgens ons beleid. Daarom rust op Beijing een grote verantwoordelijkheid om de juiste keuzen te maken en maatregelen snel te implementeren. Slagen de Chinese autoriteiten daar niet in, dan bestaat het risico dat er een einde komt aan China's economische convergentie en dat het land blijft steken op het niveau van de middeninkomenslanden.

In *Figuur 1* hebben we laten zien wat de gevolgen van deze scenario's zijn voor de Chinese economie. Dit zijn uiteraard veeleer beredeneerde inschattingen dan projecties, met tal van significante risico's.

Voor de financiële markt zijn de onzekerheden nog altijd groot. Op lange termijn is een zachte landing het beste scenario voor China, maar in de tussentijd zou de marktvolatiliteit significant kunnen zijn, aangezien de onevenwichtigheden slechts geleidelijk worden gecorrigeerd. Het beleid van optrekken en afremmen zou minicycli in de activaprijzen kunnen veroorzaken, evenals in de reële economie.

Meer in het bijzonder denken we dat de rente moeite zal hebben om significant op te klimmen, terwijl de economie een geleidelijke correctie ondergaat, vooral de rente op schuld. Kleinere renteversillen met de VS – nu de Fed zijn beleid normaliseert – zullen wegen op de CNY/USD, hoewel dit niet lineair in zijn werk zal gaan omdat er aan beide zijden macro-/beleidsonzekerheden bestaan. Voor de aandelenmarkt verwachten we dat de aandelen die



het nieuwe China vertegenwoordigen (bijvoorbeeld technologie, diensten en consumptie door huishoudens), en de aandelen die samenhangen met de oude economie (bijvoorbeeld de sectoren met overcapaciteit) verschillend zullen presteren. Kapitaalinstromen als gevolg van de opname van Chinese activa in wereldwijde benchmarks (RMB in de SDR<sup>9</sup>, A-shares in de MSCI<sup>10</sup>, obligaties in de WGBI<sup>11</sup>) zouden een steun voor de markt kunnen zijn, maar zijn geen *game-changers*. Markttrends op lange termijn zullen worden bepaald door interne factoren, waaronder hervormingen en economische herbalancerings.

In een crisisscenario wacht zowel de reële economie als de markt een catastrofale shock. En net als in 2008 denken we dat een dergelijke shock een wereldwijde tsunami kan veroorzaken. Hoewel de economie en de markt zullen opveren na de aanvankelijke duikvlucht, zoals in de VS, zal dit in hoge mate afhangen van de beleidsmaatregelen die de autoriteiten in China en elders nemen. Gezien de geringere capaciteit van officiële zijde om weer een crisis het hoofd te bieden, zal het herstel deze keer volgens ons bescheidener zijn dan destijds na de wereldwijde financiële crisis.

Als de correctie daarentegen langer aanhoudt, waarschuwt het recente Japanse verleden voor een significante daling van de reële rente in China. De PBoC zal overgaan tot het opkopen van obligaties om de rente op nul of negatief te houden ter ondersteuning van de stagnerende economie. De aandelenmarkt krijgt het meest te lijden onder de correctie, aangezien zwakke winstgroei de huidige waarderingniveau's niet in stand kan houden. De markt staat op enig moment een grote correctie te wachten – typisch voor een retail-gedomineerde markt – gevolgd door een langere periode van matige performance. Hetzelfde geldt voor de huizenmarkt, vooral in 'tier one'-steden, omdat het uiteenspatten van zeepbellen mensen dwingt om hun verwachtingen met betrekking tot toekomstige prijzen bij te stellen.

Lagere investeringsrendementen in de binnenlandse markt zullen de aanzet geven tot kapitaaluitstromen, waardoor de RMB onder druk komt. Dit zal waarschijnlijk worden tegengegaan door een scherpere controle van de kapitaalrekening om een exodus van kapitaal te voorkomen. Samen met de verkoop van reservevaluta's zal dit bijdragen tot een geleidelijke maar aanhoudende depreciatie van de wisselkoers, vergelijkbaar met wat we hebben gezien in de afgelopen twee jaar. Het succes van deze operatie is echter op geen enkele wijze gegarandeerd en het risico van beleidsfouten is erg groot. China zal in feite op de rand van de afgrond dansen, waarbij het risico van een val de markt een constant zeurende hoofdpijn zal bezorgen.

---

<sup>9</sup> Special Drawing Rights – een door het IMF beheerd valutamandje

<sup>10</sup> Morgan Stanley Capital International

<sup>11</sup> World Government Bond Index

## DISCLAIMER

---

This document is for informational purposes only and does not constitute, on AXA Investment Managers part, an offer to buy or sell, solicitation or investment advice. It has been established on the basis of data, projections, forecasts, anticipations and hypothesis which are subjective. Its analysis and conclusions are the expression of an opinion, based on available data at a specific date.

All information in this document is established on data made public by official providers of economic and market statistics. AXA Investment Managers disclaims any and all liability relating to a decision based on or for reliance on this document. All exhibits included in this document, unless stated otherwise, are as of the publication date of this document.

Furthermore, due to the subjective nature of these analysis and opinions, these data, projections, forecasts, anticipations, hypothesis and/or opinions are not necessary used or followed by AXA IM's management teams or its affiliates, who may act based on their own opinions and as independent departments within the Company.

By accepting this information, the recipient of this document agrees that it will use the information only to evaluate its potential interest in the strategies described herein and for no other purpose and will not divulge any such information to any other party. Any reproduction of this information, in whole or in part is, unless otherwise authorised by AXA IM, prohibited.

This document has been edited by: AXA INVESTMENT MANAGERS SA, a company incorporated under the laws of France, having its registered office located at Tour Majunga, La Défense 9, 6 place de la Pyramide, 92800 Puteaux, registered with the Nanterre Trade and Companies Register under number 393 051 826.

In Australia, this document is issued by AXA Investment Managers Asia (Singapore) Ltd (ARBN 115203622), which is exempt from the requirement to hold an Australian Financial Services License and is regulated by the Monetary Authority of Singapore under Singaporean laws, which differ from Australian laws. AXA IM offers financial services in Australia only to residents who are "wholesale clients" within the meaning of Corporations Act 2001 (Cth).

In Belgium, this document is intended exclusively for Professional Clients only, as defined by local laws and the MIFID directive, and is distributed by AXA IM Benelux, 36/3 boulevard du Souverain – 1170 Brussels Belgium, which is authorised and regulated by the FINANCIAL SERVICES AND MARKETS AUTHORITY.

In Germany, this document is intended for Professional Clients as defined in Directive 2004/39/EC (MIFID) and implemented into local law and regulation only.

In Hong Kong, this document is issued by AXA Investment Managers Asia Limited (SFC License No. AAP809), which is authorized and regulated by Securities and Futures Commission. This document is to be used only by persons defined as "professional investor" under Part 1 of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance (SFO) and other regulations, rules, guidelines or circulars which reference "professional investor" as defined under Part 1 of Schedule 1 to the SFO. This document must not be relied upon by retail investors. Circulation must be restricted accordingly.

In the Netherlands, this document is intended exclusively for Professional Clients only, as defined by local laws and the MIFID directive, and is distributed by AXA IM Benelux- Netherlands Branch, Atrium - Tower A, 14th Floor Strawinskylaan 2701 1077ZZ Amsterdam - the Netherlands, which is authorised and regulated by the FINANCIAL SERVICES AND MARKETS AUTHORITY.

In Singapore, this document is issued by AXA Investment Managers Asia (Singapore) Ltd. (Registration No. 199001714W). This document is for use only by Institutional Investors as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289) and must not be relied upon by retail clients or investors. Circulation must be restricted accordingly.

In Spain and Portugal, this document is distributed by AXA Investment Managers GS Limited, Spanish Branch, has its registered office in Madrid, Paseo de la Castellana no. 93, 6th floor, is registered in the Madrid Mercantile Register, sheet M-301801, and is registered with the CNMV under 19 number as ESI of the European Economic Space, with Branch.

In Switzerland, this document is intended exclusively for Qualified Investors according to Swiss law. Circulation must be restricted accordingly.

This document has been issued by AXA Investment Managers LLC, Qatar Financial Centre, Office 703, 7th Floor, QFC Tower, Diplomatic Area, West Bay, PO Box 22415, Doha, Qatar. AXA Investment Managers LLC is authorised by the Qatar Financial Centre Regulatory Authority.

In the United Kingdom, this document is intended for Professional Clients only, as defined by local laws and regulation, and is issued by AXA Investment Managers UK Ltd, which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority.

© AXA Investment Managers 2017. All rights reserved