

# Alleen met de ogen wagenwijd open beleggen in China

Door Joost van Mierlo Fotografie Cor Salverius



De geopolitieke spanningen in de wereld lopen op. Dat is vooral het gevolg van de machtsstrijd tussen de Verenigde Staten als bestaande wereldmacht en een steeds krachtiger wordend China. Dat laatste land is te groot om te negeren voor wereldwijd beleggende asset managers. Maar het land brengt ook unieke uitdagingen met zich mee.

Tijdens het seminar ‘What to own, and not to own, in a low-yield world?’ ging een vijftal experts met elkaar in discussie over de impact van China op de fixed income-markten. Deelnemers waren Joachim Fels van PIMCO, Michael Hampden-Turner van de London Stock Exchange Group, Luc Aben van Van Lanschot Kempen, Diana Choyleva van Enodo Economics en Edin Mujagić van OHV Vermogensbeheer.

**Wordt de toenemende confrontatie tussen de Verenigde Staten en China veroorzaakt door deglobalisering?**

**Joachim Fels:** ‘Ik weet niet of er sprake is van deglobalisering. Ik spreek liever van een hernieuwde regionalisering van de wereld. Aan de ene kant is er de Amerikaanse invloedssfeer rond de NAFTA en waarschijnlijk de Latijns-Amerikaanse landen. Verder is er een regio rondom China en de derde wezenlijke regio is de Europese Unie.

Het is heel goed mogelijk dat er sprake is van intensievere relaties binnen die economische blokken. Je kunt dan feitelijk spreken over mini-globalisering. Maar ik denk dat de relaties tussen de blokken onderling verminderen.

De confrontatie tussen de VS en China is de meest wezenlijke. Het is minder duidelijk hoe de EU daarop zal reageren. Ik vermoed dat de onderlinge banden worden aangetrokken. We hebben natuurlijk de Brexit gehad, maar ik verwacht niet dat er nog meer landen zullen vertrekken. In Zuidoost-Europa zullen er nog wat landen bij komen.’

**We zien de Chinese economie veranderen van lagelonenland naar een economie met banen met een hogere toegevoegde waarde. In hoeverre is dat positief voor de globalisering?**

**Michael Hampden-Turner:** ‘Het is duidelijk dat als de lage kosten van arbeid vervangen worden door duurdere arbeid in China of duurdere arbeid in het Westen, dit gevolgen zal hebben voor de inflatie. Die zal stijgen. Dat zal de grote verandering zijn.’

**Luc Aben:** ‘Een zekere nuancering is noodzakelijk. De handel met het Amerikaanse blok is vooralsnog veel belangrijker dan de handel met China. Dat maakt het vooralsnog eenvoudig voor bijvoorbeeld Europa om zich meer op de VS te richten. Ten aanzien van de inflatie heb ik ook mijn twijfels. De goedkope arbeid zal volgens mij niet worden vervangen door duurdere arbeid, maar door digitalisering en automatisering. De gevolgen van de globalisering voor inflatie zullen gering zijn.’

**Diana Choyleva:** ‘De confrontatie tussen China en de VS is een heel interessant vraagstuk. Overal ter wereld zijn bedrijven gewend geraakt aan het feit dat China de plek is waar dingen worden geproduceerd. Het land is de fabriek van de wereld. In de komende confrontatie, waarbij de wereld volgens mij wordt opgedeeld in een VS-blok en een China-blok, zullen bedrijven ervoor moeten zorgen dat ze in beide zones productiefaciliteiten hebben en een eigen logistiek systeem. Dat betekent dat de productie minder efficiënt zal worden en daardoor ook duurder. Dat is onvermijdelijk. Het zal ten koste gaan van de productiviteitsstijging.’

**Edin Mujagić:** ‘Als gevolg van alle COVID-19-beperkingen is het afgelopen jaar duidelijk geworden hoe afhankelijk we zijn van China. Het gaat niet alleen meer om speelgoed, maar het is steeds duidelijker dat China uiterst belangrijk is voor de bevoorrading van cruciale sectoren. Maar nu is er een beweging in het Westen, en vooral in de VS, om minder afhankelijk te worden van China.

Dat zal noodzakelijkerwijs tot een daling van de economische groei leiden. Het is pijnlijk maar onvermijdelijk. De vraag waar ik mee zit, is in hoeverre China geraakt zal worden door de komende confrontatie. In de afgelopen veertig jaar heeft China zich snel ontwikkeld. Dat is voor een deel gebeurd door het kopiëren of stelen van



**VOORZITTER**

**Kees Verbaas**

Chief Investment Officer,  
Altis Investment Management



**Luc Aben**

Chief Economist,  
Van Lanschot Kempen



**Diana Choyleva**

Chief Economist,  
Enodo Economics



**Joachim Fels**

MD, Global Economic Advisor,  
PIMCO





**Michael Hampden-Turner**

Director, FIMA Index Product Management & Applied Research, London Stock Exchange Group



**Edin Mujagić**

Chief Economist, OHV Vermogensbeheer

westerse technologie. Op dit moment is het duidelijk dat er ook door de Chinezen zelf veel wordt ontwikkeld.

Toch is het mij onduidelijk of China niet zelf hard zal worden geraakt door de confrontatie op te zoeken. Het land zou misschien nog wel harder kunnen worden geraakt dan de VS en Europa.'

**Choyleva:** 'Er is geen voor de hand liggend antwoord. In het Westen, en dan met name de VS, wordt waarde gecreëerd door particulier initiatief. Maar de Apple's en Microsofts van deze wereld hebben een groot probleem. Ze zijn de afgelopen jaren afhankelijk geworden van hun omzet in China, waar ze tot 50% van hun omzet vandaan halen. Dat is straks niet meer mogelijk.

Het Chinese model is radicaal anders. Het hele land wordt ingezet om een bepaald doel te bereiken. De initiatieven worden door de overheid genomen. Misschien dat in de VS industriepolitiek vanuit de overheid weer belangrijker wordt. Dat is niet verschrikkelijk. Het internet, om maar eens iets te noemen, is ook ontwikkeld binnen het Ministerie van Defensie. Ik verwacht dat dit weer belangrijker zal worden. In feite zag je dat al met de reactie op de pandemie. Het was niet verrassend dat China koos voor een geheel uitgaansverbod. Het was veel verrassender, maar toch ook tekenend, dat veel westerse landen vergelijkbare maatregelen namen. En met verrassend weinig schroom.'

### Wat zijn de gevolgen van de opkomst van Chinese obligaties voor portefeuilbeheer?

**Hampden-Turner:** 'China heeft een enorme verandering ondergaan in de afgelopen

jaren. Sinds de hervorming van het kapitaalverkeer in 2016 is het veel eenvoudiger geworden om te investeren in China. Dat geldt niet alleen voor het beleggen in aandelen, maar ook voor het beleggen in obligaties. En sinds vorig jaar is ook het hedgen van bijvoorbeeld het wisselkoersrisico mogelijk.

Het is niet alleen eenvoudiger om in Chinese obligaties te beleggen, het is ook aantrekkelijk. Het reële rendement op Chinese staatsobligaties is ongeveer 3%. Als je dat vergelijkt met het rendement op westerse staatsobligaties, dan is het duidelijk dat er veel te winnen is.

Maar dat is niet de enige reden om naar China te kijken. De ontwikkelingen met betrekking tot inflatie en daarmee het reële rendement zijn niet gecorreleerd aan die in het Westen. En ook de markt voor bedrijfsobligaties is in de afgelopen jaren verdubbeld of zelfs verdrievoudigd. Deze heeft nu een omvang die vergelijkbaar is met die in Duitsland of het Verenigd Koninkrijk.

Als je problemen hebt met het direct beleggen in de markt, dan zijn er tal van andere instrumenten beschikbaar. Denk aan ETFs. Het counterparty-risico bij deze fondsen ligt bij de partij die de ETFs uitgeeft en niet langer bij de overheid die de obligaties uitgeeft. Het betreft een markt die feitelijk voor iedereen toegankelijk is.

Toch wordt er nog onvoldoende gebruik van gemaakt. Er is een grote verborgen vraag. Dat geldt bijvoorbeeld voor centrale banken. Die hebben traditioneel een voorkeur voor Amerikaanse staatsobligaties, vanwege de rol van de dollar. Maar als je het belang in Chinese obligaties vergelijkt met bijvoorbeeld Japan, is er sprake van een enorme onderwaardering voor het belang in Chinese obligaties. Als dit gelijk zou worden getrokken, betekent dat een aanzienlijke impuls voor Chinese obligaties.'

**Aben:** 'Voor veel pensioenfondsen is echter het ESG-karakter van hun beleggingen van belang. Dat zorgt toch voor een probleem in China. Met name rond de S zijn er veel twijfels. Wat dat betreft zijn er veel vraagtekens te plaatsen bij het Chinese overheidsbeleid.'

**Hampden-Turner:** 'Dat is in zekere zin de verklaring voor het relatief hoge rendement. Maar er zijn ook tal van ondernemingen die voldoen aan de ratings.'



**Choyleva:** ‘Michael Hampden-Turner heeft terecht gezegd dat China te groot is om te negeren. Maar als je er belegt, moet je dat wel doen met je ogen wagenwijd open. We leven in een wereld die uit elkaar wordt getrokken. Dat geldt ook voor de kapitaalmarkten.

Het ligt er enorm aan waar je gevestigd bent. Als je een asset manager in Thailand bent, zou ik zeker adviseren om in Chinese staatsobligaties te beleggen. Ik ben minder zeker van bedrijfsobligaties, maar staatsobligaties, daar zeg ik ja op.

De situatie is heel anders wanneer je een asset manager bent in de VS. In dat geval zou ik zeggen dat je Chinese obligaties niet moet aanraken. Maar de Chinezen azen niet op Amerikaanse beleggers, maar op die van China. En op die van Duitsland. Dat is een heel ander verhaal.’

**Fels:** ‘We leven in een wereld waarin we allemaal op zoek zijn naar rendement. China is wat dat betreft aantrekkelijk. Dat geldt voor het rendement, maar het geldt ook vanuit het oogpunt van diversificatie. We hebben dan ook een overwogen positie wanneer het gaat om Chinese staatsobligaties.

Het is anders met bedrijfsobligaties. Er zijn allerlei issues rondom corporate governance. Maar ook hier geldt dat de markt te groot is om te negeren. Het is echter van belang om selectief te werk te gaan. Met name in de markt voor high yield-obligaties zijn er tal van mogelijkheden. Maar dit veronderstelt een gedegen kennis van de markt en is alleen mogelijk met een aanzienlijk team aan onderzoekers. Het is alleen mogelijk als actieve belegger. Het is geen markt waar je de index kunt kopen.’

**Mujagić:** ‘Wij beleggen ook in China. De markt is nu eenmaal te groot om te negeren. Er zijn tal van risico’s waar we overal mee te maken hebben, zoals het valutarisico. Maar we stellen onszelf bij China andere vragen dan bij andere beleggingen. Bij onze Amerikaanse beleggingen vragen we ons nooit af of er een gevaar is dat we het geld niet kunnen terugkrijgen. Natuurlijk kun je geld verliezen, maar we gaan er altijd vanuit dat we het geld terug kunnen halen. Dat is een vraag die we onszelf wél moeten stellen bij onze Chinese beleggingen.

Ik heb het gevoel dat dit een risico is dat door veel beleggers in China niet voldoende op waarde wordt geschat. De echte vraag die

we ons moeten stellen is of een reëel rendement van 3% genoeg is om het risico te lopen om onze belegging te verliezen.’

**Fels:** ‘Daar ben ik het mee eens. We hebben in China mogelijk te maken met een ‘Hotel California’-scenario, waarbij het wel mogelijk is om in te checken, maar waarbij het niet mogelijk is om te vertrekken.’

**Hampden-Turner:** ‘Ik denk dat het risico vergelijkbaar is met tal van andere Opkomende Markten. Volgens mij is er geen serieus verschil tussen China en andere landen. Het is iets waar je altijd rekening mee moet houden.’

**Choyleva:** ‘Het grote verschil is dat China zoveel groter is dan de andere opkomende markten. Het gaat meteen over aanzienlijk grotere hoeveelheden geld. Geen wonder dat beleggers huiveriger zijn. Dat is volledig terecht in mijn ogen.’

**Aben:** ‘Wij voelen ons niet comfortabel genoeg om in China te beleggen. We bestuderen de situatie natuurlijk, maar we hebben de stap nog niet genomen. Misschien zijn we te voorzichtig, dat is heel goed mogelijk. Er wordt een rendement behaald van 2% à 3%. Dat klinkt aantrekkelijk, maar we kunnen dat ook behalen in sommige delen van de high yield-markt in Europa en de VS.’

**Choyleva:** ‘Je bent niet de enige. Het Japanse overheidspensioenfonds GPIF kondigde enkele weken geleden aan dat het niet zal investeren in een index waar China deel van uitmaakt. Het is waarschijnlijk een politieke beslissing, maar deze zet is wel van belang. In het verleden hoefde je als belegger geen afweging te maken tussen politieke beslissingen en een aantrekkelijk rendement. De situatie ligt nu anders.’

**Er wordt veel gesproken over China, de VS en Europa. Hoe staat het met de 1 miljard mensen in Afrika?**

**Choyleva:** ‘Een groot deel van Afrika ligt in de invloedssfeer van China. Dat is het gevolg van de investeringen door China in de afgelopen decennia. Maar dat wil niet zeggen dat de situatie niet kan veranderen. De keuze voor China is geen ideologische keuze voor Afrikaanse landen. Het is een simpel gevolg van het feit dat ze kapitaal verwelkomen. Op het moment dat Europa en de VS meer kapitaal richting Afrika gaan sturen, zal de invloed groter worden.’ ■

**IN HET KORT**

Er is sprake van een hernieuwde regionalisering van de wereld, met een Amerikaanse, een Chinese en een Europese invloedssfeer.

Het Amerikaanse blok is voor de EU vooralsnog belangrijker dan het Chinese blok, maar het belang van het Chinese blok neemt toe, met grote gevolgen voor de wereldeconomie.

Chinese staatsobligaties zijn erg aantrekkelijk, maar brengen aanzienlijke ESG-vraagstukken met zich mee.

Het Amerikaanse en het Europese blok kunnen de invloed van het Chinese blok in Afrika nog terugdringen.

Bekijk hier de video's van het seminar over What to own in a low-yield world?

