

China binnenkort de grootste obligatiemarkt ter wereld

Door Harry Geels

De Chinese obligatiemarkt is niet gecorreleerd met andere obligatiemarkten, is gediversifieerd, groeit snel en zal binnen vijf tot tien jaar de grootste obligatiemarkt ter wereld worden. Het tempo waarin dit gebeurt, hangt sterk af van de vraag of de Chinese renminbi (RMB) de tweede wereldreservemunt zal worden en hoe spoedig dat zal zijn. De oorlog tussen Rusland en Oekraïne kan dit proces versnellen.

Hoe ziet de Chinese obligatiemarkt eruit als we kijken naar ratings, sectorale vertekeningen, high yield versus investment grade et cetera?

Jean-Charles Sambor: 'De onshore (RMB) obligatiemarkt is een zeer grote, gediversifieerde en snel groeiende markt, met \$ 15 biljoen op dit moment de op één na grootste obligatiemarkt ter wereld. Geschat wordt dat de markt binnen vijf tot tien jaar groter zal zijn dan de obligatiemarkt van de VS. In tegenstelling tot wat veel beleggers denken, hebben de onshore- en offshore-obligatiemarkten

(USD) een negatieve correlatie, en wel om drie redenen. Ten eerste het verschil in omvang en emittenten. De onshore-markt is meer dan tien keer zo groot als de offshore-markt en de helft van de onshore-markt bestaat uit staatsleningen, terwijl de offshore-markten hoofdzakelijk credits verhandelen. Ten tweede zijn er verschillende invloeden. Onshore-markten worden beïnvloed door het binnenlandse monetaire beleid, de ontwikkeling van de Chinese basisrente, de lokale credit spread en de volatiliteit van de valuta (voor niet-RMB-beleggers), terwijl offshore-markten meer worden beïnvloed door de ontwikkeling van de Amerikaanse basisrente, het wereldwijde risicogevoel en de veranderingen van de kredietopslag. Ten derde is er een verschil in belanghebbenden. Commerciële banken zijn de grootste beleggers in onshore-obligaties, terwijl vermogensbeheerders de grootste beleggers zijn in offshore-obligaties. Hun risicobereidheid, liquiditeitsvereisten en beleggingsdoelstellingen verschillen. Tot slot is het ook interessant om te zien dat internationale beleggers de Chinese investment grade als een ontwikkelde markt zien en dat de allocatie hiernaartoe deel uitmaakt van hun investment grade-obligatieportefeuilles.'

Jason Hsu: 'De Chinese obligatiemarkt heeft een enorm groeipotentieel, dat nu versterkt wordt door de Russisch-Oekraïense oorlog. De Chinese renminbi kan snel de tweede reservevaluta in de wereld worden. Het bezit van RMB betekent het bezit van RMB-obligaties. Dit impliceert dat de Chinese overheid meer schuld zal uitgeven tegen waarschijnlijk langzaam dalende rendementen, om zo aan de wereldwijde vraag te voldoen.'

'De Chinese staatsobligaties en de obligaties van de beleidsbanken zijn goede risicospreiders gebleken in wereldwijde portefeuilles.'

‘Als je de middelen hebt om diep in de data te duiken, zal het lonen om duurzaam te beleggen in Chinese obligaties.’

Diana Choyleva: ‘De Chinese obligatiemarkt is een heel andere markt dan de typische obligatiemarkt van ontwikkelde landen. Staatsobligaties zijn illiquide en worden meestal door de Chinese banken gekocht en tot het einde van de looptijd vastgehouden. De yieldcurve is gefingeerd omdat er weinig handel plaatsvindt. De beste benadering voor de risicovrije rentevoet is het rendement van de obligaties die door de Chinese ontwikkelingsbank, een van China's beleidsbanken, worden uitgegeven. De markt voor bedrijfsobligaties is meer ontwikkeld, maar het Chinese bedrijfsleven heeft een zware schuldenlast. Wat de groei van de markt betreft, zal veel afhangen van de vraag in hoeverre de oorlog tussen Rusland en Oekraïne de concurrentie tussen China en de VS zal aanwakkeren. De vraag is wie nu bereid is om in China te investeren. Onze inschatting is dat beleggers uit het Westen steeds meer barrières zullen opwerpen. Het is niet zo eenvoudig om een mondiale reservevaluta te worden. De euro is dat nooit echt geworden.’

Jason Simpson: ‘Wij beheren sinds 2005 posities in Chinese obligaties en over het algemeen vinden wij de markt liquide. De Chinese staatsobligaties en de obligaties van de beleidsbanken zijn goede risicospreiders gebleken in wereldwijde portefeuilles. In feite hebben zij het risico beter gespreid dan dollar- of euro-staatsobligaties. Dit gold zowel tijdens de COVID-19-crisis als nu in de Oekraïne-crisis. Er is wél uitstroom geweest uit Chinese obligaties als gevolg van de vrees over hoe de Oekraïne-crisis zich zou ontwikkelen.’

Hoe zal de handelsoorlog tussen de VS, China en Rusland zich ontwikkelen? Zal het mondiale financiële systeem opsplitsen en deglobaliseren? En zo ja, hoe zal dit het beleggen veranderen?

Choyleva: ‘We hebben het niet meer over een wereldwijde markt. Als je kijkt naar de Five Eyes Alliance, hebben we het over \$ 6 biljoen aan jaarlijkse spaargelden, gevolgd door China-Hongkong met eveneens ongeveer \$ 6 biljoen aan jaarlijkse spaargelden, weer gevolgd door Japan en Duitsland, met beide ongeveer \$ 1 biljoen en Azië minus Japan, China en India met ongeveer \$ 2 biljoen. De strijd tussen de Amerikaanse en de Chinese invloedssfeer zal gaan om de Aziatische spaargelden die China hoopt aan te trekken. Japan zal onder de Amerikaanse invloedssfeer vallen. De Japanners hebben al gezegd dat zij de wereldwijde obligatiebenchmarks waarin de Chinese indices zijn opgenomen, niet zullen volgen. Na de Russische invasie in Oekraïne zal Duitsland zeker binnen de westerse invloedssfeer blijven. Veel van de recente instroom in Chinese obligaties is passief geld en afkomstig van de opname van de Chinese obligatie-indices in de wereldwijde benchmarks.’

Hsu: ‘Als we het hebben over de vlucht naar kwaliteit, zal de dollar altijd het liquiditeitsvoordeel hebben. Het is echter een dollarcentrische visie om de dollar als de enige risicoloze valuta te zien. Laten we niet vergeten wat Jean-Charles Sambor eerder zei over correlaties. De allocatie naar RMB is vanuit een wereldwijd asset allocatieperspectief echt risicodiversifiërend. En met een dollar-centrisch perspectief zou je ook kunnen zeggen dat de andere valuta's een angstpremie hebben die interessant is, zoals het geval is bij de RMB. Dan wordt het eigenlijk een afweging tussen je geopolitieke opvattingen en de diversificatie- en rendementsvoordelen.’

Creëert China, met zijn recente acties in de technologie- en onderwijssector, een coherent model voor wat als ‘goed’ en ‘slecht’ kapitaal wordt beschouwd? Hoe zit het met ESG in het algemeen?

Hsu: ‘De Chinese overheid stuurt de ESG-agenda. Ze hebben hun eigen sociale >



Diana Choyleva

Chief Economist,
Enodo Economics



Jason Hsu

Oprichter en CIO,
Rayliant Global Advisors



Jean-Charles Sambor

Head of Emerging Market
Fixed Income, BNP Paribas
Asset Management



Jason Simpson

Senior Fixed Income Strategist,
State Street SPDR ETFs

problemen die ze opgelost willen zien, zoals de onbetaalbare huizen en het (privé-)onderwijs. We kunnen allemaal goed begrijpen waarom ze hier maatregelen zoals prijsplafonds opleggen. We kunnen evenwel discussiëren over de doeltreffendheid en de omvang van de specifieke maatregelen. Wat ESG betreft, zullen de staatsbedrijven zich veel beter houden aan de publicatie van ESG-gegevens, ook omdat de autoriteiten een aantal zeer strenge CO₂-reductieregels hebben ingevoerd. Maar als het gaat om het vinden van kansen en het verzilveren daarvan, ligt de particuliere sector ver voor op het gebied van de benodigde technologieën.’

Sambor: ‘Wij beschouwen Chinese aandelen anders dan obligaties. Op de vastrentende markten is er geen dominantie van technologie. De obligatiemarkten worden meer gedomineerd door het oude China en zijn daardoor minder onderworpen aan regelgeving, met uitzondering van de projectontwikkelaars die in beide beleggingscategorieën domineren en waar de autoriteiten een kentering proberen af te dwingen. Zij erkennen nu dat ze wellicht te strenge maatregelen hebben opgelegd en trachten er een aantal te verlichten. We zijn waarschijnlijk over de ‘piekpijn’ heen en gaan nu een soepeler fiscaal en monetair beleid zien. Ook wat ESG betreft, staan we op een keerpunt. Tien jaar geleden liep China hier duidelijk achter. Nu is er een sterke bereidheid om ‘dingen te laten gebeuren’. Bij aandelen zien we in de meeste sectoren een grote ESG-verbetering. Als een belegger ESG-momentum zoekt, moet hij in China zijn. Bij obligaties is het moeilijker. De meeste zijn niet publiek en er is geen eenvoudige toegang tot gegevens. Maar als je de middelen hebt om diep in de data te duiken, zal het lonen om duurzaam te beleggen in Chinese obligaties.’

Simpson: ‘Ik ben het ermee eens dat de autoriteiten nu een soort bodem onder hun maatregelen hebben gelegd en dat ze nu op zoek zijn naar strategieën om de

markten te ondersteunen. Misschien zijn ze klaar met ingrijpen. Vanuit een top-downperspectief is het moeilijk om China als een geweldig ESG-verhaal te zien. Het land krijgt nogal wat slechte krantenkoppen als het gaat om vervuiling en mensenrechten. Maar in vergelijking met andere opkomende markten scoren ze niet meer zo slecht. Er is een groene agenda en de weg die de autoriteiten zijn ingeslagen, is positief. Vanuit een lokaal, maar ook vanuit een mondiaal perspectief. De manier waarop zij de problemen benaderen, is nogal kapitalistisch. Behoorlijk wat bedrijven ontwikkelen interessante technologieën en beseffen dat zij, als zij op wereldschaal commercieel succesvol willen zijn, het voortouw moeten nemen bij de duurzame transitie. Duidelijkheid over de data is echter wel een uitdaging.’

Choyleva: ‘Ik ben geneigd te denken aan de belangrijkste drijvende kracht van waaruit alles zal vallen en dan kom ik terug op mijn vorige punt, de grote ontkoppeling of bifurcatie van de wereld. De Chinese economie zal niet in de wereldeconomie worden geïntegreerd. Noch aan de reële, noch aan de financiële kant. Op langere termijn moeten Europese beleggers een beleggingsstrategie ontwikkelen die rekening houdt met de dramatische verschuiving in de wereldwijde geopolitiek. Voor de kortere termijn ben ik het ermee eens dat de autoriteiten versoepelen en verschillende sectoren proberen te ondersteunen. Zij moeten maatregelen nemen omdat de economische groei sterk is vertraagd, en veel sneller vertraagd dan de meeste mensen beseffen. Door te versoepelen en te streven naar stabiliteit, probeert Xi Jinping ook zijn derde termijn aan het roer van de Chinese Communistische Partij veilig te stellen. Als laatste opmerking over ESG is het interessant dat westerse bedrijven sinds de Oekraïne-oorlog hun activiteiten in Rusland hebben stopgezet, maar dat Xi Jinping Chinese bedrijven aanmoedigde om zoveel mogelijk zaken te doen in Rusland en tegelijkertijd te proberen niet in de problemen te komen door sancties.’

‘De Russisch-Oekraïense oorlog verkleint de kans dat China Taiwan binnenvalt.’

Vergroot de oorlog de kans op een militaire achtervolging van Taiwan door China?

Hsu: ‘De Russisch-Oekraïense oorlog

verkleint de kans dat China Taiwan binnenvalt. Eerst dacht Xi Jinping dat het innemen van Taiwan een manier was om te laten zien dat China militair en geopolitiek op hetzelfde niveau staat als de VS. De invasie in Oekraïne heeft echter geleid tot een meer 'dovish' stem in China. De Chinezen beseffen dat een invasie ernstige economische gevolgen kan hebben. Aan de andere kant beseffen de Taiwanese nu dat als de VS zegt achter hun land te staan, dat waarschijnlijk meer economisch van aard is, bijvoorbeeld het afsnijden van China van het SWIFT-systeem, dan militair. Er vinden nu veel evenwichtigere gesprekken plaats tussen Beijing en Taipei.'

Choyleva: 'We weten het nog niet. We bevinden ons nog in het oog van de storm. Vóór de Russisch-Oekraïense oorlog schatten we de kans dat China Taiwan binnenvalt op 70% op een termijn van drie tot vier jaar. Dat is op dit moment niet veel veranderd, omdat Poetin volgens onze inschatting geen andere keuze heeft dan te escaleren - iets waarvan de markten vurig hopen dat het niet het geval is. Dit zal leiden tot een hardere houding, vooral van de kant van de VS. Dan is er nog een andere belangrijke kwestie, namelijk het Partijcongres in het najaar. Het is waarschijnlijk dat Xi Jinping zijn derde termijn krijgt en onze analyse wijst erop dat hij de leider wil zijn die China met Taiwan verenigt. China zal echter een excuus nodig hebben om binnen te vallen. Hoe meer de Taiwanese zich bewapenen, des te meer het China een excuus geeft.'

Wat zijn de vooruitzichten voor de Chinese obligatiemarkt in de komende jaren?

Sambor: 'Macro-economisch zal China volledig losgekoppeld raken van de mondiale economie. De overgrote meerderheid van de centrale banken zal de rente moeten verhogen, terwijl in China renteverlagingen waarschijnlijker zijn. Ook zal het Chinese begrotingsbeleid bevorderlijk zijn voor de economische groei. Wij zijn daarom positief over de Chinese obligatiemarkten en niet zo positief over de obligatiemarkten in de rest van de wereld. De yields in China zullen dus dalen. Op kortere termijn kunnen onshore-credits nog wat verder terugzakken, omdat het kredietrisico in het systeem wat zal

'Het inflatieprobleem in China is veel groter dan men op het eerste gezicht zou denken.'

toenemen en de spreads daardoor wat zullen toenemen. Maar dat zal later grote kansen bieden om in bepaalde namen te stappen. Over de RMB waren wij vorig jaar positief. Nu zijn wij genuanceerder en zien wij 'rangebound' bewegingen als de betalingsbalans verder verbetert.'

Simpson: 'De centrale bank moet verder versoepelen. De economie is er slechter aan toe dan de autoriteiten laten blijken. Bij creditmarkten zijn er bepaalde sectoren, zoals de technologiesector en het onderwijs, die meer door de wetgeving zijn getroffen dan andere. Beleggers moeten hun credits zorgvuldig uitkiezen. RMB ziet er op dit moment relatief duur uit.'

Hsu: 'Op de korte termijn zullen de yields dalen, wat zal leiden tot een verzwakking van de RMB. Aan de andere kant zal dit de export stimuleren. Monetair gezien staat China, vergeleken met de rest van de wereld, aan de andere kant. Op de lange termijn zal de RMB waarschijnlijk de tweede reservemunt van de wereld worden, vooral voor landen die buiten de sfeer van de benzinedollars vallen.'

Choyleva: 'China heeft een groter stagflatieprobleem dan de VS, onder meer omdat het een grotere prijsnemer van grondstoffen is. De Fed zal beter in staat zijn de inflatie te beteugelen dan China, omdat China vastzit in een omgeving van lage groei en 'cost push'-inflatie die ze verbergen in de algemene inflatiecijfers. Wij zijn negatief over credits. De versoepeling zal niet de groei opleveren waarop China hoopt en er zijn enkele grote problemen met de slechte schulden. Op korte termijn zal er versoepeling zijn, wat gunstig kan zijn voor staats- en 'policy bank'-obligaties, maar zoals gezegd zijn staatsleningen zo illiquide, dat beleggers er voorzichtig mee moeten zijn. Tot slot wil ik herhalen dat het inflatieprobleem in China veel groter is dan men op het eerste gezicht zou denken, wat de beleidsvorming aanzienlijk zal bemoeilijken.' ■

IN HET KORT

Binnen vijf tot tien jaar zal de Chinese obligatiemarkt groter zijn dan die van de VS.

De RMB zal waarschijnlijk de tweede reservemunt worden, mede dankzij de vraag naar Chinese obligaties.

De oorlog in Oekraïne kan bijdragen aan een verdere tweedeling van de wereld (waarbij de mogelijke rol van de RMB complexer wordt).

China beweegt, met een ruimer monetair beleid, contrair ten opzichte van de rest van de wereld.

Chinese credits hebben het nu lastig, maar er komen hier snel koopkansen.