

Rugwind voor obligaties en aandelen, maar zorgen over lange termijn

Door Ronald Bruins Fotografie Financial Investigator



Chinese beleggingen, en dan vooral obligaties, zijn op de korte termijn zeer aantrekkelijk, maar er zijn ook zorgen voor de lange termijn. Denk aan een mogelijk conflict met Taiwan, een door de staat gestuurde economie en de clash tussen twee invloedsferen. Dat bleek tijdens een paneldiscussie van Financial Investigator over de investeringsmogelijkheden in China.

Onder leiding van Han Dieperink, Chief Investment Strategist bij Auréus, gaan vier beleggingsprofessionals met elkaar in gesprek. Is dit de tijd om in China te beleggen? Welke asset classes verdienen dan de voorkeur? Maar ook: is China bezig zich te ontkoppelen van de rest van de wereld? En vormt een eventueel gewapend conflict met Taiwan een bedreiging voor beleggingen in China? Tal van onderwerpen komen voorbij.

Dieperink begint met de constatering dat de economie van China nog steeds groeit, dat er door de People's Bank of China meer liquiditeit in de markt in wordt gepompt, dat waarderingen laag liggen en dat inflatie er geen onderwerp van gesprek is. 'Allemaal elementen die het een spiegelbeeld maken van de ontwikkelde markten. Kortom, moeten we sowieso niet in China beleggen?'

Het ligt niet zo simpel

Diana Choyleva, Chief Economist van Enodo Economics, geeft als eerste antwoord: 'Zo simpel ligt het niet. Het hangt ervan af welk type belegger je bent en waar je gevestigd bent in de wereld. Als je kijkt naar een periode van zes maanden tot een jaar, zou ik, als ik een asset allocator was, 'ja' zeggen tegen A-aandelen die genoteerd staan aan de beurzen van Shanghai en Shenzhen. Met daarbij wel de opmerking dat de centrale bank van China een ouderwetse stimulus toepast. Gok dus niet op de consument. Als je een bottom up- en langetermijnbelegger bent, dan vraag je je af of beleggen in China een goed idee is. Dan plaats je daar vraagtekens bij. Met de lange termijn bedoel ik twee, drie tot vijf jaar.'

Choyleva's zorgen worden gevoed door het feit dat de wereld in twee invloedsfe-

ren wordt opgedeeld: een Chinees deel en een Amerikaans deel. 'Het maakt dus uit of je als belegger gevestigd bent in bijvoorbeeld Europa, Noord-Amerika, Zuid-Amerika of Azië en in welke invloedsfeer je valt. Daarnaast hebben we met een dedicated team naar een mogelijk conflict met Taiwan gekeken en dat ziet er niet rooskleurig uit. Al met al heb je dus de geopolitieke kwesties mee te nemen in je beleggingsbeslissing.'

Zoek naar diversificatie

Jason Hsu, Founder & CIO van Rayliant Global Advisors, reageert op Choyleva. 'Ik ben het met haar eens, maar ik voeg daar een ander punt aan toe. We zoeken wereldwijd naar diversificatie. Daarbij zoek je naar diverse soorten beleid, verschillende soorten beleidsmakers, verschillende groeiprofielen en verschillende demografieën. Je weet niet welke vorm van overheid tot meer groei leidt. Daarbij valt er ook te kiezen tussen China en de landen in de invloedsfeer van China. Bovendien heb je als belegger sowieso exposure naar China. Bijvoorbeeld via Apple, Tesla en Amazon. Het meeste dat via Amazon wordt verkocht, wordt gemaakt in China, terwijl die westerse aandelen vaak hogere waarderingen hebben. Het is daarom niet onverstandig om te kijken naar A-aandelen voor een rechtstreekse exposure. Zeker als ze in China tegen de helft van de waardering van de westerse aandelen zijn genoteerd. Kortom, we hebben China al in de portfolio en als je er zo naar kijkt, gaat het vooral en alleen om een waarderingkwestie.' Warren Hyland, Portfolio Manager Emerging Markets Muzinich & Co, is het daarmee eens. 'Je kunt rechtstreekse Chinese beleggingen uit je portfolio halen, maar je kunt China niet uit de wereldeconomie halen.'

Welke grote uitdagingen zijn er?

Louis-Vincent Gave, Founding Partner & CEO van Gavekal, vindt het belangrijk om even een stap terug te zetten. 'We moeten eerst kijken naar de grote uitdagingen waar we als beleggers mee te maken hebben. De eerste is inflatie en de meeste beleidsmakers in de westerse wereld willen niet aan die realiteit. In de eurozone is de gemiddelde inflatie 8% en de ECB moet nog het rentetarief verhogen. We zien bij beleidsmakers geen behoefte om hun fiscale beleid krappert te maken.'

Als tweede uitdaging noemt Gave de wereldwijde energiecrisis. 'Ook daar zie ik dat >



VOORZITTER

Han Dieperink

Chief Investment Strategist,
Auréus



Diana Choyleva

Chief Economist,
Enodo Economics



Louis-Vincent Gave

Founding Partner & CEO,
Gavekal



Jason Hsu

Founder & CIO,
Rayliant Global Advisors



Warren Hyland

Portfolio Manager Emerging
Markets, Muzinich & Co

FOTO'S: COR SALVERIUS FOTOGRAFIE, ARCHIEF ENODO ECONOMICS, ARCHIEF GAVEKAL, ARCHIEF RAYLIANT GLOBAL ADVISORS, ARCHIEF MUZINICH & CO

‘Er zijn kansen in de gezondheidszorg, maar ook in de techsector. De olifant in de kamer is wel de vastgoedsector.’

Europa de ogen sluit. In Europa worden eigenlijk twee oorlogen uitgevochten: een tegen Rusland en een tegen klimaatverandering. En dat terwijl je, zo leert de geschiedenis, maar één oorlog per keer kunt winnen. Vervolgens is de vraag welke landen het beste kunnen dealen met de energiecrisis en met inflatie. Voor mij is China één van hen. China gaat de energiecrisis te lijf door terug te gaan naar kolen. Die hebben ze zelf meer dan genoeg. Het land schermt zich daarmee af van de energiecrisis en ook van de inflatiecrisis.’

Obligaties van Chinese makelij

De staatsobligatiemarkt van China outperft alle andere obligatiemarkten in de wereld, constateert Gave. ‘Inclusief Europese en Amerikaanse obligaties. Of dat obligaties met een looptijd van één, twee, drie, vijf of tien jaar zijn, maakt niet uit.’ Gave, met de nodige retoriek: ‘Als je geen Chinese obligaties in je portfolio hebt, welke obligaties heb je dan wel in je portfolio? Anders gezegd: als je obligaties in je portefeuille hebt, zouden ze van Chinese makelij moeten zijn. Daarnaast geloof ik er heilig in dat een fatsoenlijke levensstandaard en goede returns van obligaties hand in hand gaan met returns op aandelen. Dan moet je dus ook A-aandelen uit China hebben.’

Obligatie-expert Hyland ziet China ook als een veilige haven. ‘Minder inflatie, stabiele groei en lage waarderingen. Er zijn kansen om te kopen.’ Hij belegt vooral in corporate obligaties. ‘Ik zie kansen in de gezondheidszorg, maar ook in de techsector. De olifant in de kamer is wel

de vastgoedsector. Deze markt is de afgelopen twaalf maanden moeilijk geweest, met het faillissement van Evergrande. Daar grijpt de Chinese overheid in, maar het is de vraag of het vertrouwen in die sector terugkomt. Er zijn signalen dat we de bodem daar geraakt hebben en nu weer opkrabbelen.’

Financieel protectionisme

Dieperink wil weten of we over vijf tot tien jaar nog steeds mogen investeren in China. ‘We hebben gezien wat er is gebeurd met Rusland en ook sommige westerse pensioenfondsen mogen niet meer in China investeren.’ Gave reageert: ‘Dat is onmiskenbaar een risico. Ik heb er een boek over geschreven getiteld ‘Clash of empires’. De meeste mensen denken bij deglobalisering aan de supply chain van Apple of Nike, maar de ont koppeling van financiële stromen is een veel groter issue. We bewegen nu al naar een wereld toe waarin Russische spaartegoeden in Rusland blijven. Misschien blijven Chinese spaargelden in de toekomst ook wel meer en meer in China en die van Europeanen in Europa. Dan heb je financieel protectionisme per blok. Dat creëert problemen voor landen die grote staatsschulden hebben. Dat zijn onder meer het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en de Verenigde Staten. Bij landen die die schulden niet hebben, stijgt de waarde van de munteenheid. We hebben daar nu een voorbeeld. De Russische roebel zou rotzooi worden, stelde de Amerikaanse president Joe Biden. Vier maanden later staat de roebel op een all time high ten opzichte van andere munteenheden.’

Welke invloedssfeer?

Zie munteenheden als netwerken, stelt Gave. ‘Hoe meer partijen je afschakelt van je netwerk, hoe slechter het is voor je eigen munteenheid. Als je tegen een partij zegt dat hij niet meer met euro’s mag handelen, maakt dat de euro alleen maar



zwakker. Stel dat je China uit het financiële systeem zou willen halen. Wie verliest er dan? De westerse wereld of China?’ Volgens Choyleva probeert China zichzelf juist los te knippen. ‘China is op koers om zelfvoorzienend te worden binnen zijn invloedsfeer. Het ontwikkelt het financiële deel, maar ook het industriële deel van zijn economie en sluit die delen vervolgens meer en meer af.’ Zij voorspelt een gevecht tussen de op de dollar en op de renminbi gebaseerde systemen. ‘Als je een Europese belegger bent, zit je in de Amerikaanse invloedsfeer. Dan moet je je afvragen of je het kapitaal dat je alloceert naar China, kunt repatriëren naar je eigen werelddeel als je dat zou willen. Wij noemen het feit dat dat minder makkelijk kan de grote ont koppeling. In zo’n scenario krijgen bedrijven zoals Apple problemen. Daarbij komt dat je, als je naar ESG-criteria kijkt die belangrijk zijn voor Europese beleggers, je in China in gevaarlijk gebied belandt.’

Makkelijker kapitaal alloceren

Gave denkt niet dat China zichzelf van de rest van de wereld afsnijdt. ‘Dat zeg ik als een buitenlandse belegger in China in de afgelopen vijftien jaar. Elk jaar wordt het voor mij makkelijker om kapitaal te alloceren. Elke jaar verminderen de kapitaalrestricties. Het wordt elk jaar makkelijker om obligaties en aandelen te kopen.’

Choyleva: ‘Dat zie ik ook. Mijn punt is meer dat China eerder ook zijn industriemarkt opende voor buitenlands kapitaal en knowhow, maar daarna kwamen ze met een strategie om zelf hoger in de keten van toegevoegde waarde te zitten. Daarna is China die buitenlandse industrieën achternagegaan waar ze tot voor kort nog heel open tegen waren. Diezelfde ontwikkeling gaat plaatsvinden in de financiële sector. Het Westen ziet die modus van ontwikkeling ook en reageert daarop. Europa duwt terug.’

Hsu reageert: ‘We weten niet hoe die twee invloedssfeersystemen zich zullen ontwikkelen. Daarom vind ik het verstandig om te diversifiëren over beide systemen. Juist omdat je de toekomst niet kunt voorspellen.’

Rugwind voor aandelen

Dieperink komt met een hamvraag. ‘Als ik mijn investeringsdoelen in lijn wil brengen met de doelen van de regering in Beijing, kan ik dan het beste in aandelen of in obligaties investeren?’ Hsu: ‘Net zoals Gave eerder aangaf: je kunt niet om Chinese obligaties heen. Maar ik houd

ook van Chinese aandelen. Dat is omdat de Chinese overheid kapitaal probeert weg te duwen van vastgoed. Ze willen een op de lange termijn gericht institutioneel pensioenfonds bouwen. Daarnaast geven ze de ruimte aan buitenlandse beleggers om binnen te komen. Dat biedt rugwind voor aandelenmarkten.’

De Chinese overheidsbemoediging maakt het voor Hyland juist lastiger om in China te beleggen. ‘Ze proberen de hele economie te sturen, tot op microniveau. Als je in Chinese aandelen of obligaties belegt, moet je ook kennis hebben van de regulering en waar het beleid heen gaat. En dat boven op de standaard economische tools die we in het Westen hanteren. Beleid kennen is de sleutel tot succesvol beleggen in China.’

Handelstarieven verlagen

Volgens Gave zullen Chinese aandelen en obligaties hun wereldwijde evenknieën in de komende zes maanden outperformen. ‘Dat komt door de heropeningen na COVID-19. Ook zien we een rebound in economische activiteit. Daar komt bij dat we een periode ingaan richting het bijeenkomen van het Nationale Volkscongres in november en dat de Chinese overheid volop de economie ondersteunt. De kers op de taart is dat de VS bekijkt of het zijn handelstarieven met China kan verlagen, omdat het land zijn inflatie wil beperken.’

Het einddoel van China in de handelsstrijd met de VS is volgens Gave dat de renminbi een sterke handels- en reserve-munteenheid wordt. ‘Dat doel heeft een enorme steun in de rug gekregen door de oorlog die Rusland is gestart. Rusland wordt als het ware een kolonie van China. De handel tussen die landen gaat in renminbi plaatsvinden en gaat verdubbelen in de komende jaren. China haalt daar zijn noodzakelijke grondstoffen vandaan, in plaats van uit de rest van de wereld. Dat is een gevolg van de de-dollarisatie van de grondstoffenhandel van Rusland. Dat is een grote gamechanger.’

Dat beleggen in aandelen en obligaties kansen biedt voor de korte termijn, daar waren de deelnemers het roerend over eens. Echter, op de lange termijn spelen er ook zorgen. Zoals over een mogelijke oorlog met Taiwan, het op microniveau sturen van de economie door de overheid en invloedsferen die elkaar harder en harder raken. Toch zegt Gave alles overziend tot slot: ‘Als je niet belegt in China, dan mis je de volgende bull market.’ ■

‘Als je geen Chinese obligaties in je portfolio hebt, welke obligaties heb je dan wel in je portfolio?’

IN HET KORT

Beleggers kunnen niet om China heen. Vooral obligaties bieden veel kansen.

Op de lange termijn spelen geopolitieke risico's mee en dreigt een clash tussen twee invloedssferen.

China is beter tegen inflatie en de energiecrisis opgewassen dan de westerse wereld.

Het Westen schaaft vooral zichzelf als het China en de renminbi wil uitsluiten.

China zal in de komende jaren mogelijk protectionistischer worden en streven naar zelfvoorzienendheid.