

Een nieuwe Chinese revolutie



In alle euro-consternatie is het u misschien ontgaan, maar we hebben er een nieuwe obligatiemarkt bij – eentje die luidt in renminbi. Volgens Louis-Vincent Gave, Chief Executive Officer van onderzoeksbureau GaveKal, zou het een vergissing zijn om deze markt niet heel goed in de gaten te houden.

LOUIS-VINCENT GAVE

Sinds China in het najaar van 2001 lid werd van de Wereldhandelsorganisatie is de wereld waarin we leven ingrijpend gewijzigd. In tien jaar tijd veranderde China van een marginale economie in 's werelds grootste exporteur, en de economie met de grootste relatieve bijdrage aan de wereldgroei. In 2001 was er weinig aandacht voor dit historische feit. Het nieuws werd gedomineerd door onheilstijdingen inzake het Argentijnse faillissement en de Amerikaanse bedrijfsschandalen (Enron, MCI, ...). Tien jaar later zien we hetzelfde gebeuren. Iedereen lijkt zich momenteel blind te staren op de Europese crisis en haar gevolgen, terwijl beleggers daarmee wel eens een financiële ontwikkeling over het hoofd zouden kunnen zien die de komende tien jaar veel belangrijker zal blijken te zijn: het ontstaan van de RMB (renminbi) offshore-obligatiemarkt.

China bevindt zich nu in het centrum van de groeiende handel in Azië en an-

dere opkomende markten – tien jaar geleden maakte China 2 procent uit van de export van Brazilië; vandaag is dat 18 procent, met een stijgende trend. Als gevolg daarvan vraagt China in toenemende mate aan haar handelspartners in opkomende landen waarom men de handel in Amerikaanse dollar zou moeten afwikkelen. Door de handel in dollar te laten luiden, stellen China en haar partners zich afhankelijk van de bereidheid/mogelijkheid van westerse banken om deze handel in Amerikaanse dollar te financieren. Men begint zich te realiseren dat deze driehoeksverhouding weinig toegevoegde waarde heeft. In de crises van 2008 en 2011 is gebleken dat westerse banken geen betrouwbare partners zijn. Als gevolg hiervan stelt China voor om een groter deel van de handel in renminbi af te wikkelen in plaats van in dollar. En in toenemende mate is het antwoord: "waarom niet? Dit diversifieert onze inkomsten en maakt onze handel minder

afhankelijk van westerse banken. Echter, als we de handel afwikkelen in RMB, moeten we ook reserves in RMB aanhouden en daarvoor moeten we RMB-activa kunnen kopen." Het gevolg hiervan is de creatie van de offshore RMB-obligatiemarkt in Hong Kong: een ontwikkeling die wel eens de geschiedenis zou kunnen ingaan als de belangrijkste financiële gebeurtenis van 2011.

Bundesbank-achtig

Om de positie van de Amerikaanse dollar als wereldhandelsvaluta überhaupt aan te kunnen tasten, moet de renminbi natuurlijk wel als een geloofwaardige valuta gezien worden – of tenminste als meer geloofwaardig dan de concurrenten. Dit is mogelijk een verklaring voor de timing op dit moment: om het beter te doen dan de euro, het Britse pond of zelfs de Japanse yen is het momenteel genoeg om 'de langste dwerg' te zijn. Maar China's pogingen om de renminbi langzaam te internationaliseren, betekenen ook dat

de Chinese regering niet meer direct naar fiscale en monetaire stimuli kan grijpen bij de eerste tekenen van een vertraging van de Chinese economie: de centrale bank (PBoC) en het Politburo moeten laten blijken dat ze pal staan, zelfs als ze worden geconfronteerd met Chinese groeivertraging. Kort gezegd: om van de renminbi een internationaal succes te maken, zal de PBoC zich meer Bundesbank-achtig moeten gedragen dan Fed-achtig.

De Bundesbank-vergelijking is naar ons idee toepasselijk omdat het er steeds meer op gaat lijken dat China precies probeert na te doen wat Duitsland in de 70'er en 80'er jaren heeft gedaan, namelijk zichzelf opwerpen als de belangrijkste handelsvaluta in de eigen regio. Waarbij het interessant is om op te merken dat China kennelijk niet alleen Azië, maar alle opkomende markten tot de eigen regio rekent. Hoe kunnen we anders het nieuwe enthousiasme verklaren waarmee de Chinese PBoC swaplines verleent aan de Braziliaanse, Argentijnse, Turkse en Wit-Russische centrale banken?

China's poging om meer van haar handel in RMB af te wikkelen, tenminste met opkomende markten, is ook interessant gegeven de verschuiving in de Chinese handel. Hoewel de VS en Europa nog steeds de grootste handelspartners zijn, heeft de grootste groei de afgelopen jaren plaatsgevonden in de handel met andere opkomende markten. En de Chinese handel met opkomende markten bestaat in toenemende mate niet langer uit goederen met lage toegevoegde waarde, zoals speelgoed, ondergoed, sokken of schoenen, maar uit zaken als bulldozers, telecom, aanleg van wegen, etcetera. Dit betekent dat de wereld voor onze ogen verandert: tien jaar geleden dreef China vooral handel met de ontwikkelde landen, en bestond die handel uit artikelen met lage toegevoegde waarde, geprijsd in dollar. Morgen zal de Chinese handel voornamelijk georiënteerd zijn richting de opkomende markten, en bestaan uit goederen met hogere toegevoegde waarde met prijzen luidend in renminbi...

Ander model

Het is duidelijk dat dit een ingrijpende verandering betekent ten opzichte van het ontwikkelingsmodel dat China tot dusver gevolgd heeft. Dat model kwam erop neer dat de

waarde van de munt kunstmatig laag werd gehouden, waardoor buitenlandse fabrieken werden aangemoedigd naar het Chinese vasteland te verhuizen, waardoor jaarlijks tien tot twintig miljoen boeren zich konden omvormen tot fabrieksarbeiders, hetgeen resulteerde in een enorme productiviteitswinst, die vervolgens via financiële repressie door de regering kon worden ingezet voor groot-schalige infrastructuurprojecten.

De eerste bittere realiteit waarmee China geconfronteerd wordt, is dat het land nu 's werelds grootste exporteur is. Combineer deze indrukwekkende status met de realiteit van een wereld die in de komende jaren nauwelijks meer dan 3 tot 4 procent per jaar zal groeien en het wordt direct duidelijk dat de jaarlijkse exportgroei van 30 procent over de laatste 20 jaar gewoon niet herhaald kan worden. Toen men nog op de tiende plaats stond, was dit misschien een mogelijkheid. Maar om dit als grootste exporteur voor elkaar te krijgen, is gezien de zwakke wereldwijde groei rekenkundig onmogelijk.

De tweede uitdaging heeft te maken met de transformatie van landarbeiders tot fabrieksarbeiders. Niet dat China te weinig landarbeiders zou hebben – integendeel. Het probleem is dat ongeschoolden het mogelijk moeilijker gaan krijgen door de toename van automatisering en de inzet van robots. In de afgelopen jaren hebben we in toenemende mate een verandering gezien van stationaire automatisering naar flexibele automatisering. Dankzij de verbeteringen in de software en hardware zijn robots nu in staat om meer intelligente oplossingen te leveren voor een breder scala van industrieën en toepassingen. Als je ziet dat ondernemingen zoals Foxconn (belangrijkste leverancier van Apple) aankondigen om groots in robotica te investeren, roept dat natuurlijk de vraag op hoe China's hordes van fabrieksarbeiders zullen reageren als China's fabrieken gaan automatiseren, en/of verhuizen naar de westerse wereld – waar land en energie nu wel eens goedkoper zouden kunnen zijn. Het ligt daarom voor de hand dat de Chinese leiders de zwakkere groei zullen moeten aanpakken middels deregulering, in plaats van met stimulus en valutamanipulatie. De middelen die in het verleden werden aangewend, zullen niet langer baten.

Nieuwe mogelijkheden

Dit brengt ons op het aspect van beleidsvorming dat China uniek maakt: het feit dat de leiders zich elke morgen bij het wakker worden afvragen hoe men van China opnieuw de grootste economie ter wereld en een geopolitieke supermacht kan maken (er zijn niet veel andere wereldleiders die zich dit soort dingen afvragen).

De opvolgers van Deng Xiao Ping hebben in antwoord op deze vraag altijd een deel van de controle over de economie opgegeven, in ruil voor snellere groei en toenemende binnenlandse welvaart. Vandaag stevent China in hoog tempo af op een tweesprong waar de regering een bepaalde mate van controle over de financiële sector moet opgeven in ruil voor de belofte van snellere groei (en meer macht). Vanwege alle bovengenoemde redenen zijn wij geneigd te geloven dat de lancering van de offshore RMB-obligatiemarkt een veel belangrijker gebeurtenis is dan veel beleggers inzien.

De verdere ontwikkeling van financiële markten is een belangrijke stimulans voor de volwassenwording van de Chinese economie. Voor beleggers biedt dit in ieder geval nieuwe mogelijkheden om in te spelen op het Chinese groeifenomeen. Het voordeel van obligaties ten opzichte van bijvoorbeeld aandelen is de over het algemeen lagere volatiliteit. Bovendien biedt het beleggers diversificatiemogelijkheden ten opzichte van de dollar en euro naar een munt die in toenemende mate een dominante rol kan spelen. Met daarbij uiteraard de prettige bijkomstigheid dat veel economen rekening houden met een appreciatie van de Chinese renminbi.

De creatie van de junkbondmarkt in de 80'er jaren door Michael Milken heeft een revolutie op de financiële markten teweeggebracht. Nu, 30 jaar later, zijn we getuige van de geboorte van een nieuwe obligatiemarkt, deze keer in Hong Kong. En ook nu nemen weinig mensen de tijd om te bedenken waar dit allemaal toe kan leiden. Hoewel wij niet pretenderen dat we alle implicaties kunnen overzien, denken we wel dat het cruciaal is om groei van deze nieuwe markt met aandacht te volgen, als we de wereld van morgen willen begrijpen. ■