

VOORZITTER  
Thijs Jochems,  
KeyQ Advisors

DEELNEMERS  
Julien Barral, *bfinance*  
Roland van den Brink, *TrigNum*  
Richard Dingemans, *Pelargos Capital*  
Paul van Gent, *Corestone Investment Managers*  
Sander van Ginkel, *MN*  
Stefan van der Krogt, *ACTIAM*  
Seung Kwak, *Capital Group*  
Coen van de Laar, *Achmea Investment Management*

*Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Capital Group.*



Foto's: Ruben Eshuis Fotografie

# IS 'ABENOMICS' IN JAPAN MISLUKT?

Door Hans Amesz

In januari 2013 kwam de Japanse minister-president Shinzō Abe met een plan om de economie uit het slop te halen. 'Abenomics' bestaat uit monetair en fiscaal beleid en structurele hervorming om de investeringen te stimuleren.

Wat kan Europa leren van Japan?  
De ronde tafel deelnemers delen hun mening voor de camera.  
Bekijk de video op [www.financialinvestigator.nl/videos](http://www.financialinvestigator.nl/videos)





### Wat zijn de vooruitzichten voor Japan nu het economische herstelprogramma van minister-president Abe (Abenomics) in een impasse zit en alle pogingen om enige inflatie te veroorzaken, zijn mislukt?

**Paul van Gent:** 'Als je er top-down naar kijkt, is er sprake van vergrijzing, lagere tot negatieve economische groei, een overvloed aan besparingen, een enorme staatsschuld, een centrale bank die niet alleen obligaties koopt maar ook aandelen en een tamelijk gesloten economie waar een zwakkere yen ook niet een echte oplossing biedt; daarmee ziet de economie er behoorlijk slecht uit. Bottom-up ziet het er duidelijk beter uit: bedrijven maken meer winst en de waarderingen zijn lager dan ze lang zijn geweest. Wat Abenomics betreft, de drie pijlers van

verandering: monetaire versoepeling, meer overheidsuitgaven en structurele hervorming, lijken niet erg effectief te zijn.'

**Richard Dingemans:** 'Abenomics is absoluut niet tot stilstand gekomen. Het is een economisch hervormingsprogramma dat vele jaren zal duren, al zouden deze hervormingen een beetje sneller mogen gaan. Door de fiscale en monetaire stimulans van de overheid is de capaciteitsbenutting van de industrie omhooggegaan. Hierdoor zijn de ondernemingswinsten hoger dan vele jaren het geval was en zullen ze volgend jaar waarschijnlijk weer beter zijn. Het rendement op het eigen vermogen stijgt, evenals de dividenduitkeringen, en er is vaker sprake van aandeleninkoopprogramma's. Dit is ook het gevolg van de toegenomen aandacht voor goed ondernemingsbestuur (corporate governance). Door de vergrijzing ontstaat er geleidelijk een krapte

> **Thijs Jochems** heeft de 'ranks' aan de buy- en sell-side doorlopen. Hij is afgestudeerd in Algemene Economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. In de jaren '80 was hij aandelenanalist bij Credit Lyonnais. Daarna was Jochems onder andere Hoofd Research en Hoofd Institutioneel Vermogensbeheer. Sinds 1994 was hij CIO bij enkele asset managers (50 mrd AUM). Daarna werkte hij aan de sell-side bij CSFB, waaronder als landenmanager Benelux, UK en Frankrijk. Vervolgens werd hij CEO CS Group Benelux. Sinds enige jaren is Jochems zelfstandig ondernemer, met name actief als private investor, adviseur (onder andere voor enkele BAC's) en executive lecturer bij Nyenrode Business Universiteit.





> **Julien Barral** werkt sinds begin 2008 bij bfinance in Londen en maakt deel uit van het Equity Research team dat consulting-opdrachten uitvoert voor een groot aantal institutionele beleggers wereldwijd. Hij houdt zich specifiek bezig met equity asset allocation, investment manager reviews, managerselectie en smart beta projecten. Hij is mede-auteur van diverse artikelen op het gebied van smart beta. Barral werkte voorheen bij Fortis Banque Monaco. Hij heeft een Bachelor in Applied Mathematics van de Sophia Antipolis - Nice University in Frankrijk en een Master in Finance met als specialisme Risk en Asset Management van de EDHEC Business School, Lille-Nice in Frankrijk.

op de arbeidsmarkt, waardoor lonen en prijzen in de dienstensector aantrekken. Abenomics is eind 2012 gestart en is succesvol geweest, maar er is nog een lange weg te gaan.'

**Sander van Ginkel:** 'Het is nogal moeilijk heel optimistisch over Japan te zijn, maar ik denk dat men nu te negatief is, ook omdat het beeld van Japan wordt vertroebeld door de internationale situatie. Er bestond de eerste maanden van het jaar angst voor een harde landing van China: de oliemarkten verkeerden in wanorde en dat veroorzaakte grote onzekerheid. Hierdoor is ook de yen recent sterker geworden, wat negatief is voor de Japanse export. Maar ik denk dat deze zaken weer zullen stabiliseren. Je ziet het nu al enigszins aan de oliemarkt en China, al is het nog pril. Dan zal waarschijnlijk ook de yen weer zwakker worden, mede vanwege de ruime monetaire politiek van de centrale bank.'

**Seung Kwak:** 'De veranderingen in governance en dividend payouts aan aandeelhouders zijn stimulerend en niet tot stand gebracht door buitenlanders maar door Japanse publieke pensioenfonds. Japanse ondernemingen hebben een gemiddelde koers-winstverhouding van 15% en een rendement van 6,6%, waarvan een derde dividend. Ik denk dat minister-president Abe een grootse visie heeft. De Bank of Japan zal doen wat nodig is en het ministerie van Financiën, dat de laatste vijftien jaar de uitgaven heeft gekort, realiseert zich dat het begrotingstekort niet kan worden aangepakt zonder het behalen van economische groei. Het is nu voor het eerst sinds de bubbel knapte in 1990 dat regering, ondernemingen en toezichthouders samenwerken in plaats van elkaar te bestrijden. In die zin geldt: 'Japan Inc' is back.'

**Coen van de Laar:** 'Ik ben niet al te negatief over Japan. Het is te vroeg om Abenomics als mislukt te bestempelen en Japan kan het beleid nog lang volhouden. De balansen van het Japanse bedrijfsleven zijn inmiddels gerepareerd. Het probleem is nu: hoe krijg je de ondernemingen weer aan het investeren?'

**Julien Barral:** 'Het zal nog wel even duren voordat de structurele veranderingen in de economie helemaal tot gelding komen. Het land moet zich herstructureren, de productiviteit moet aanzienlijk omhoog en lonen moeten stijgen met een beetje inflatie als gevolg.'

**Van Ginkel:** 'Als de olieprijs nu stabiel blijft of aantrekt, zal de inflatie in Japan weer wat gaan stijgen richting eind van dit jaar. Een verschil met Europa is dat Japan niet veel overcapaciteit heeft en weinig slapte in de arbeidsmarkt, juist vanwege de krimpende beroepsbevolking. Het is momenteel waarschijnlijk moeilijker om inflatie in Europa te genereren dan in Japan.'

### Veel van wat gezegd is over de vooruitzichten van Japan is gebaseerd op bepaalde veronderstellingen. Welke zijn dat?

**Kwak:** 'Een van de veronderstellingen is dat de Japanse regering streeft naar een meer flexibele arbeidsmarkt, waarin het makkelijker wordt om werknemers te ontslaan. De tweede is dat immigratie weliswaar een beladen woord is, maar dat het in de praktijk makkelijker wordt gemaakt immigranten aan te trekken. De tijd die nodig is om een permanente verblijfsvergunning te krijgen, is aanzienlijk verkort en voor bijvoorbeeld de gezondheidszorg en de bouw worden veel meer visums verstrekt. Het binnenhalen van buitenlandse arbeidskrachten wordt actief gepromoot. Een belangrijke reden hiervoor is het succesvolle beleid om buitenlandse toeristen aan te trekken. Toen Abe aan de macht kwam, waren er slechts 8,3 miljoen toeristen per jaar, nu 19,7 miljoen. In 2020 is het aantal toeristen naar verwachting opgelopen tot dertig miljoen, nog steeds maar de helft van wat jaarlijks naar Italië en Frankrijk gaat, maar goed voor ongeveer 1,6 procent van het bruto binnenlands product.'

### Zal hierdoor reflatie ontstaan?

**Dingemans:** 'Ja, want de arbeidsmarkt krimpt en er zijn al tekorten, bijvoorbeeld in de gezondheidszorg en de dienstensector. Om die tekorten op te vullen, zullen de lonen automatisch omhooggaan. Dat effect zie je nu al plaatsvinden.'

**Van Gent:** 'De Japanse bevolking neemt af, waardoor er minder wordt geconsumeerd. En er zijn, onder andere door de robotisering, minder mensen nodig om de benodigde goederen te produceren. Het is dus maar zeer de vraag of de lonen enorm gaan stijgen.'

**Thijs Jochems:** 'Uit onderzoeken van Oxford Research en het McKinsey Global Institute uit 2013, blijkt dat in de komende tien

jaar, door onder andere robotisering, circa veertig procent van de banen aan zowel de boven- als de onderkant van de arbeidsmarkt overbodig zal worden. Of en in hoeverre die door andere banen worden vervangen is de vraag.'

### **Vanwege Abenomics zou er sprake zijn van een benedenwaartse consumptiespiraal.**

**Van Ginkel:** 'Dat risico bestaat als door de monetaire impulsen de inflatie harder zou oplopen dan de lonen en dus de koopkracht achteruitgaat. Maar dat is op dit moment niet aan de orde. In dit licht is het – paradoxaal gezien – misschien juist wel goed dat het liberaliseren van de arbeidsmarkt en verhogen van de immigratie nog traag verloopt. Gaat dit te snel, dan kan op de korte termijn namelijk juist een neerwaartse druk op de lonen komen te staan.'

**Van de Laar:** 'Dat geloof ik niet. Ja, de slechte demografie van Japan heeft een grote negatieve macro-economische impact, maar het inkomen en de consumptie per hoofd van de bevolking ontwikkelt zich al jaren beter dan in de Verenigde Staten en de meeste Europese landen. Voor de gemiddelde Japanner is er dus weinig aan de hand. Waarom zou die zich zorgen moeten maken over de deflatie? Ondertussen koopt de Bank of Japan steeds meer overheidsschulden op zonder dat dit een vertrouwenscrisis of andere problemen veroorzaakt. De Japanse overheidsschuld wordt daardoor steeds minder een probleem.'

**Van Gent:** 'Als Japan er niet in slaagt serieuze hervormingen door te voeren, zullen de problemen de Japanners boven het hoofd groeien. Ze nemen nu heel grote risico's om de bevolking aan het consumeren te krijgen.'

**Kwak:** 'De arbeidsparticipatie van met name vrouwen is enorm gegroeid in de afgelopen twee jaar, waardoor het bruto binnenlands product van Japan toeneemt. Omdat er een premature belasting op consumptieve uitgaven is ingevoerd, is de consumptie aanzienlijk gedempt. Er wordt nu openlijk gesproken over het uitstellen van de belastingverhoging, die is voorzien voor volgend jaar. Dat zou positief zijn voor het consumentensentiment. Gelukkig is Japan nog altijd een land waarin de besparingen van ondernemers en huishoudens groter zijn dan het begrotingstekort. Na de

volgende verkiezingen is de regering van plan de sociale uitgaven te korten. En er zal geprobeerd worden de nominale groei aan te zwengelen, waardoor de belastinginkomsten sterker stijgen dan het bruto binnenlands product. Ik weet niet hoe lang dit gaat duren, maar de regering is zich ervan bewust dat er niet veel tijd meer is.'

**Roland van den Brink:** 'Wat timing betreft, moet Japan zich ervan bewust zijn dat het een probleem heeft als de rest van de wereld niet zo goed presteert, of er nu structureel hervormd wordt of niet. Er ontstaat steeds meer afhankelijkheid tussen de verschillende landen. Dan komt de vraag aan de orde: wat zijn de vooruitzichten voor de wereld als geheel? Gegeven het feit dat de rest van de wereld het relatief goed doet, zal Japan meer of minder veranderen, wat zijn weerslag heeft op de pensioensector.'

### **Als Abenomics succesvol is en er enige inflatie komt, is het gevolg dat de rente omhooggaat.**

**Kwak:** 'Grote banken en verzekeringsmaatschappijen hebben nu te maken met een aanzienlijke asset liability duration mismatch. Hun assets hebben een veel lagere duration dan hun verplichtingen, maar ze willen hun assets niet uitlenen omdat de rente zo laag is. Als het rendement op tienjarige Japanse obligaties naar honderd, honderdvijftig of tweehonderd basispunten zou gaan, zouden ze een gat in de lucht springen omdat hun contant gemaakte verplichtingen dan aanzienlijk afnemen.'

**Van Ginkel:** 'De Bank of Japan koopt in een dusdanig hoog tempo staatsobligaties op dat daar de komende jaren zelfs schaarste in lijkt te gaan ontstaan. Dit kan heel goed de rente blijven drukken, ook al zou de inflatie wat oplopen.'

**Dingemans:** 'Japan is de meest homogene samenleving in de wereld met een zeer sterke sociale cohesie. Als de Bank of Japan institutionele beleggers oproept om hen te steunen in het laag houden van de rente door staatsobligaties te kopen, dan zullen ze dat doen. Bovendien is Japan de grootste netto crediteur in de wereld, waardoor een zwakke yen hun overzeese bezittingen in waarde doet stijgen.'

> **Roland van den Brink** heeft 30 jaar lang gewerkt voor pensioenfondsen met als voornaamste aandachtsgebied de beleggingsstrategie en de implementatie daarvan. Hij was dan ook vroeg betrokken bij het beleggen in Azië. Zo hield hij in 2010 te Tokyo een presentatie over 'Dynamic Asset Allocation' voor 25 Japanse pensioenfondsen en reist hij regelmatig naar China. Van den Brink is oprichter van TrigNum met als aandachtsgebied het adviseren en begeleiden van financiële instellingen, waaronder pensioenfondsen. Daarvoor werkte hij onder andere bij MN, het pensioenfonds van de Metalektro (PME) en Shell pensioenfonds. Hij was onder andere vier jaar lang voorzitter van het Actuarieel Genootschap.





> **Richard Dingemans** is **Founding Partner** en **CEO** van **Pelargos Capital**, een **investment boutique** gespecialiseerd in **Long/Short aandelenstrategieën** in Azië. Vanaf de start in 2008 is **Dingemans** als **Portfolio Manager** de beheerder van het **Pelargos Japan Alpha Fund**. Voor de oprichting van **Pelargos Capital** was hij werkzaam bij **Aegon Asset Management** in de rol van **Senior Portfolio Manager** Japanse aandelen. In 1996 is hij zijn carrière begonnen bij **AXA Investment Managers**, waar hij verschillende posities in het **global equity team** bekleedde. **Dingemans** heeft **Scheikundige Technologie** gestudeerd in **Delft** en is een **CEFA** en **CMT** charterholder.

**Stel dat een groter deel van de Japanse staats-schuld zou moeten worden gefinancierd door het buitenland. Dat zou wel invloed op de rente hebben, want de internationale kapitaalmarkten worden niet door een centrale bank geregeld.**

**Van de Laar:** 'Er zullen geen buitenlandse kopers van Japanse staatsobligaties komen. De Bank of Japan is al enige tijd de enige koper. Zelfs als de binnenlandse besparingen afnemen, kan de centrale bank in principe blijven kopen.'

**Van Gent:** 'Als het vertrouwen en geloof in Japan verdwijnt, is dat einde oefening. Dan krijg je als het ware een verandering van regime en is er het risico van een reusachtige blow-out en hyperinflatie.'

**Van de Laar:** 'Vertrouwen is inderdaad essentieel. Het verschil tussen Japan en bijvoorbeeld emerging markets is dat de regering en de Bank of Japan het vertrouwen van de burgers waarschijnlijk kunnen beheersen. Ook is Japan minder kwetsbaar voor kapitaalvlucht.'

**Van Gent:** 'Waarom zou Japan het drukken van geld kunnen volhouden terwijl Zwitserland, dat geen schuld heeft, het laag houden van de frank ten opzichte van de euro moest opgeven omdat het daar niet eeuwig mee door kon blijven gaan?'

**Van de Laar:** 'Het verschil is dat het voor Zwitserland geen absolute noodzaak was om de munt laag te houden. Voor Japan is het opkopen van staatsobligaties echter de enige optie.'

**Van Ginkel:** 'Je zou kunnen zeggen dat Abenomics in principe meer buitenlandse financiering van de schuld in de hand werkt, omdat het er primair op gericht is de omloopsnelheid van het geld in Japan te verhogen en dus de binnenlandse besparingen – die de schuld nu financieren – te laten afnemen. Maar de Bank of Japan compenseert dit met haar staatsobligatieaankopen.'

**Stefan van der Krogt:** 'Nu nog niet. Als de economische groei in China verder afneemt en zelfs negatief wordt, wordt Japan daar hard door geraakt. Als grootste bezitter van Japanse obligaties zal de Bank of Japan om te beginnen een kleine afschrijving doen, maar dat zal een tweede uitlokken en vervolgens een derde totdat

er zoveel wordt afgeschreven dat er paniek ontstaat. Dat is voor ons het logische gevolg van het huidige beleid.'

**Wat is het gevolg van de huidige stand van de wereldeconomie voor Abenomics?**

**Dingemans:** 'Dat Japan een soort warrant op de wereldeconomie zou zijn, is wel een heel simplistische gedachte. Japan heeft een hoog concurrerende exportsector en beschikt over een brede binnenlandse economie met een aantal unieke businessmodellen. De exportsector is uiteraard gevoelig voor de cyclus in de wereldeconomie, maar niet dusdanig dat Japan verkocht zou moeten worden als de economische groei in de wereld vertraagt. Velen willen niets weten van de aantrekkelijke waarderingen en de structurele veranderingen die nu in Japan plaatsvinden. Wij zijn van mening dat er nu interessante aandelen gekocht kunnen worden. Exportbedrijven worden verhandeld op veertig, vijftig procent cash tegen market cap. Op dit moment gaat het ze een beetje minder, maar de bedrijfswinsten zijn nog altijd positief.'

**Van den Brink:** 'De kans is aanwezig dat je valutaverlies lijdt. Hoe ga je daarmee om?'

**Dingemans:** 'Wij hedgen de valuta.'

**Kwak:** 'Er is een hefboomwerking tussen Japan en de economische groei in de wereld. Daarom hebben cyclische aandelen, exporteurs en financials het de afgelopen achttien maanden heel slecht gedaan, terwijl defensieve aandelen goed presteerden. Japanse beleggers zijn niet zo bezorgd over de binnenlandse economie of Abenomics, maar veel meer over een vertragende Chinese economie en lagere olieprijsen. Ik neem aan dat de yen niet verder zal depreciëren, want het renteverskil tussen de Verenigde Staten en Japan neemt niet echt toe omdat de Fed de rente minder snel verhoogt dan verwacht. Aan de andere kant neemt het overschot op de lopende rekening toe, evenals de ondernemingsdividenden.'

**Barral:** 'Wat betreft de export is de relatie van Japan met de rest van Azië veranderd. China koopt nu andere dingen van Japan dan vroeger. Dus hoewel de groei in China vertraagt, zou Japan daar misschien ook van kunnen profiteren.'

**Van Ginkel:** 'De lage mondiale inflatie en zeer grote daling van de grondstoffenprijzen frustreert nu in Japan het bereiken van een belangrijke Abenomics doelstelling: twee procent inflatie. Ik zie evenwel de mondiale groei en inflatie geleidelijk aan weer wat verbeteren, ook al omdat de grondstoffenprijzen lijken uit te bodemen. Dit zou Abenomics weer wat moeten helpen.'

### Wat kan er gezegd worden over de valuta?

**Van Gent:** 'De yen is waarschijnlijk ondergewaardeerd, waardoor de winsten te hoog uitvallen. Als de yen zou stijgen, gaan de bedrijfswinsten omlaag en zullen er zaken in de economie moeten worden hervormd. Japan is een min of meer gesloten economie, die wat exporteert en grondstoffen importeert. De invloed van de wereldeconomie is in Japan minder dan in veel andere landen.'

**Van Ginkel:** 'De yen wordt gezien als een proxy voor het wel of niet slagen van het beleid van de Bank of Japan. Het ondermijnen van valuta's wordt veelal gezien als een van de laatste kanalen waarlangs centrale banken nog wel inflatie en bedrijfswinsten kunnen genereren. Door de sterke yen van de laatste maanden is de consensus geworden dat de Bank of Japan nu machteloos is en de vermeende valutaoorlog aan het verliezen is. Als er verhoogde risico-aversie in de mondiale markten heerst, zie je de yen vaak oplopen. Met andere woorden: hoe meer de markten tot rust komen, hoe groter de kans dat de yen weer zal dalen. Bovendien heeft het monetaire beleid ook zonder een zwakkere yen wel enig effect. Zo groeit bijvoorbeeld de kredietverlening.'

### Hoe hangen de Chinese en Japanse economie met elkaar samen?

**Van den Brink:** 'Ongeveer honderd tot honderdvijftig miljoen Chinezen hebben een goed bestaan en daar komen elk jaar enkele miljoenen bij. De vraag van deze consumenten neemt toe en dat is gunstig voor Japan. En niet alleen in China, maar ook in de rest van Azië, is er sprake van een opkomende middenklasse. China is nu bezig met echt diepgaande structurele hervormingen en is bereid allerlei nieuwe technologieën op te pakken, wat een goede binnenlandse strategie lijkt te zijn. Ik ben positief over datgene wat in China gebeurt behoudens de binnenlandse schuldenproblematiek.'

**Van de Laar:** 'De Chinese economie verkeert in transitie. De groei moet meer gedragen worden door de consumentenvraag en minder door de investeringen. Het consumptiepatroon van China verandert: er worden minder machines gekocht en meer consumentengoederen. Sommige Japanse producenten van kapitaalgoederen zullen hierdoor geraakt worden, terwijl de makers van consumentengoederen kunnen profiteren.'

**Dingemans:** 'China wordt een moderner industrieland. Het gaat bijvoorbeeld fabrieken voor halfgeleiders bouwen, en daarvoor zijn gespecialiseerde Japanse kapitaalgoederen en materialen nodig. Op veel terreinen is Japan dominant: robots, medische apparatuur, elektrische componenten, auto's en auto-onderdelen, batterijtechnologie. De Japanse bedrijven die bedreigd worden, maken serieproducten voor de export naar Aziatische landen of de Verenigde Staten en worden verdrongen door opkomende grote producenten uit China, Korea of Taiwan.'

**Van Gent:** 'Als ik een Chinese politicus was, zou ik Japan de duimschroeven aandraaien, nu daartoe de mogelijkheid bestaat zonder zelf geraakt te worden – ze hebben nu zelf de kapitaalgoederen om ook zelf te kunnen produceren. Er is nog behoorlijk wat oud zeer uit de tijd van de Tweede Wereldoorlog. Als dat gebeurt, krijg je enorme problemen in Japan.'

### Niet alleen China, maar alle Aziatische landen hebben te maken met een trager groeiende economie. Wat zijn daarvan de gevolgen voor Japan?

**Van Ginkel:** 'In principe zijn de gevolgen natuurlijk negatief want Japan handelt veel met de regio. Maar vergeet niet dat bijvoorbeeld de Chinese economie de laatste vijf jaar grofweg vijftig procent groter is geworden. Dat trekt veel extra import aan. Bovendien zijn er nu, na de groeiverzwakking van de laatste jaren, voorzichtige tekenen van herstel in Azië.'

**Barral:** 'Het vrijhandelsverdrag Trans-Pacific Partnership (TPP), dat bedoeld is om handel en investeringen te bevorderen tussen de TPP-partners, is onlangs ondertekend. Hoewel Japan een van de ondertekenaars was, kan het verdrag voor sommige Japanse

> **Paul van Gent** is Chief Investment Officer bij Corestone Investment Managers AG, Robeco's onafhankelijke manager-selectiebedrijf in Zwitserland. Daarvoor was hij werkzaam bij PME waar hij verantwoordelijk was voor managerselectie. Voor zijn periode bij PME was hij Hoofd Investment Consulting bij IBM en verantwoordelijk voor de selectie van externe vermogensbeheerders voor de pensioenfondsen van IBM in het EMEA-gebied. Van Gent is afgestudeerd aan de TU Eindhoven in technische bedrijfskunde en was van 1997 tot 2014 lid van de beleggingscommissie van pensioenfonds IBM Nederland.





> **Sander van Ginkel** is sinds 2008 werkzaam bij MN en vervult momenteel de functie van Senior Economie en Financiële Markten bij de afdeling Beleidsvisie. In deze rol is hij verantwoordelijk voor de top-down visie op de mondiale economie en financiële markten. Voor hij bij MN in dienst trad, was hij sinds 2000 werkzaam bij ICC/ECR Research, een onafhankelijk researchbureau, uiteindelijk als Managing Analyst.

bedrijven een bedreiging vormen omdat zij met meer concurrentie van andere Aziatische ondernemingen te maken krijgen.'

### Wat staat Japan te wachten als de Chinese transitie van investeringen naar consumptie zich niet verwezenlijkt en de groei terugvalt naar twee, drie procent?

**Van Gent:** 'Als de Chinese groei daalt van vijf tot drie procent, is dat geen groot probleem: het blijft groei. Er zijn echte problemen als de groei uitkomt op minus drie procent.'

**Van Ginkel:** 'Daar ben ik het niet mee eens. Vanuit een westers standpunt is een groei van drie procent goed, maar als in China de economische groei daarnaar terug zou zakken, zou de werkloosheid waarschijnlijk flink oplopen. Dat leidt waarschijnlijk tot toenemende sociale onrust. Overigens denk ik niet dat het zover zal komen, ik geloof dat de Chinese groei voor de komende paar jaar onderschat wordt.'

**Kwak:** 'Als de Chinese groei inderdaad sterk afneemt tot drie procent, ontstaat er overcapaciteit en gaat China vermoedelijk deflatie exporteren, niet alleen in producenten- maar ook in consumentengoederen. Verder hebben wij zorgen over de kredietsituatie in China, wat een risico inhoudt voor Japanse financiële instellingen.'

**Jochems:** 'Transitieprocessen in een economie gaan nooit lineair. China's geformuleerde doelstelling om de transitie van een investeringsgedreven naar een consumptiegedreven economie te maken, is in de afgelopen zeven jaar nog volstrekt niet behaald. Als de grootste handelspartner van Japan en heel Zuidoost-Azië in een echte dip raakt zal dat de economische groei in Japan onevenredig hard raken.'

### In de afgelopen jaren hebben Japanse banken de internationale financiering van infrastructuur voor een groot deel overgenomen van Europese banken. Wat heeft een groeivertraging in Zuidoost-Azië en China voor invloed op Japanse banken en Japan?

**Kwak:** 'Japanse banken hebben inderdaad de financiering van veel infrastructuurprojecten overgenomen van Europese banken. De Japanse bankensector heeft al twee kredietcrises meegemaakt: in 1998 en 2002. Veel banken zijn toen failliet gegaan. Dat heeft ertoe geleid dat de kredietcriteria in Japan zeer streng zijn, ook voor overzeese infrastructuur. Wij hebben er vertrouwen in dat het kredietrisico beheersbaar is, mits de olieprijs op een niveau van zo'n dertig dollar blijft. Bij, zeg, een olieprijs van twintig dollar wordt dat lastiger.'

**Van den Brink:** 'Internet zorgt voor grote veranderingen in het consumentengedrag. Niemand weet waar dat eindigt en omdat het steeds mondialer wordt, ligt deflatie op de loer.'

### Valt er in Japan, bijvoorbeeld van economen, kritiek te vernemen op het beleid van de centrale bank?

**Kwak:** 'In de Japanse media wordt veel aandacht besteed aan het feit dat de volgende generatie waarschijnlijk zit opgescheept met een enorme staatsschuld als gevolg van het huidige opkoopbeleid van de Bank of Japan. Het ministerie van Financiën erkent dat, maar zegt dat er geen andere weg is. Vroeger was de Bank of Japan heel terughoudend met monetaire verruiming, maar dat is niet meer het geval. Ik denk dat dit gepaard gaat met een hoog risico. De consensus in Japan is: als u ons een andere weg kunt wijzen, nemen we die. De huidige politiek is duidelijk: creëer nominale groei van het bruto binnenlands product. Om dat te bereiken wordt er geëxperimenteerd, bijvoorbeeld met negatieve rentes, totdat het beleid succesvol is.'

### Zijn er culturele verschillen tussen asset management in Japan en in bijvoorbeeld de Verenigde Staten en Europa?

**Barral:** 'Ja, dat heeft onder andere te maken met hoe de arbeidsmarkt in Japan is georganiseerd. Er is daar vooral sprake van een 'baan voor het leven'-mentaliteit, dus heb je te maken met asset managers die over het algemeen al heel lang in de business zitten. De organisatie is hiërarchisch en het besluitvormingsproces is minder transparant dan in de Verenigde Staten en Europa. Verder lijkt er in Japan minder sprake te zijn van een bonuscultuur;

> **Stefan van der Krogt** begon bij ACTIAM N.V. in 2015. Daarvoor werkte hij zes jaar als asset manager bij ANWB B.V. In zijn rol als Allocation & Selection Manager is Van der Krogt verantwoordelijk voor de externe equity products bij ACTIAM. Hij heeft zijn mastertitel in Public Administration behaald aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en werd CFA charterholder in 2013. Hij is geregistreerd bij het Dutch Securities Institute.



mensen worden sterker door andere prikkels gemotiveerd dan door financiële. Voor asset management geldt, net als voor andere activiteiten, dat je op de hoogte moet zijn van de culturele achtergrond van Japan. Dat is essentieel om te begrijpen hoe de verschillende beleggingsteams met elkaar samenwerken. In de laatste tien jaar zijn er overigens geen grote veranderingen opgetreden.'

**Dingemans:** 'Japan kent geen traditie van fundamentele bottom-up aandelenselectie zoals in de Angelsaksische landen. De beleggingsbeslissing wordt door een breed georiënteerd team genomen en het is moeilijk te achterhalen waarom een bepaalde beslissing genomen is. Japanse beleggingsinstellingen zijn meer gericht op fixed income en asset allocation strategieën dan op bottom-up aandelenselectie.'

**Van Gent:** 'We zien dat door de hiërarchische structuur ideeën van onderaf niet doorkomen. Wij denken dat teams, bestaande uit mensen van verschillende nationaliteiten, ervoor kunnen zorgen dat de strikt hiërarchische lijnen er minder toe zullen doen en ideeën meer op argumenten worden beoordeeld, wat beter is voor het eindresultaat.'

**Is het juist dat er op governance-gebied wel veel veranderd is, dat van invloed is geweest op de waarderingen?**

**Dingemans:** 'Veel asset managers onderschrijven de Stewardship Code. Zij zijn transparanter geworden met betrekking tot hun

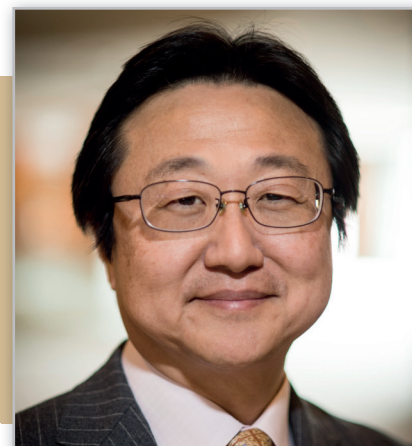
governance en contacten met Japanse ondernemingen. Het ministerie van Financiën heeft aan ondernemingen gevraagd wat zij vinden van deze toegenomen betrokkenheid en assertievere opstelling van asset managers. Dit geeft allemaal aan hoe het denken over governance verandert: zowel asset managers als ondernemingen moeten zich meer openstellen.'

**Van Gent:** 'Het schijnt dat de Japanse markt altijd door een specifiek iets gedomineerd wordt. Dan zwemt iedereen één kant op en vervolgens weer terug. Iedereen kocht bijvoorbeeld low volatility-aandelen omdat de grote pensioenfondsen besloten dat te doen. Dan gaat Abenomics van start en wordt er enorm gestimuleerd. Japan lijkt altijd geraakt te worden door iets waardoor het een tijdje een bepaalde richting opgaat totdat de pendule weer omslaat. Als belegger moet je de tijd hebben om te wachten tot de wind weer uit een andere hoek waait. Je moet je ervan bewust zijn dat een beleggingshorizon van zelfs drie jaar te kort kan zijn.'

**Dingemans:** 'Track records tonen aan dat beleggers die niet in Japan gevestigd zijn het beter doen dan beleggers die dat wel zijn.'

**Het feit dat de markt in Japan haar eigen karakteristieken heeft, zou erop kunnen wijzen dat er in Japan gevestigde experts nodig zijn die de lokale markt en de dynamiek daarvan begrijpen.**

> **Seung Kwak** is Senior Equity Portfolio Manager bij Capital Group, een zelfstandige vermogensbeheerder met Los Angeles als thuisbasis. Hij leidt het kantoor in Tokyo. Kwak heeft meer dan dertig jaar ervaring waarvan dertien jaar bij Capital Group. Eerder bouwde hij ervaring op als CIO en hoofdbeheerder voor Japanse aandelenportefeuilles bij Zurich Scudder Investments. Kwak is Chartered Financial Analyst (CFA) en heeft zijn master Internationale betrekkingen behaald aan Yale University.







> **Coen van de Laar** werkt als een Senior Beleggingsstrateeg voor Achmea Investment Management. In deze rol is hij verantwoordelijk voor het analyseren van de economie en de financiële markten. Hij is betrokken bij de strategische asset allocatie, de dynamische asset allocatie en het opzetten van de economische scenario's. Van de Laar werkt sinds 2011 voor Achmea, daarvoor werkte hij als beleggingsstrateeg voor onder meer Cordares en SPF Beheer. Van de Laar is afgestudeerd als econoom aan de Universiteit van Tilburg en is geregistreerd beleggingsanalist (RBA).

**Van der Krogt:** 'Daar houden we rekening mee als we managers selecteren. Wij hebben graag teams die beschikken over in Japan gevestigde mensen die de cultuur kennen, op de hoogte zijn van de structurele en sociale situatie. Maar we willen ook graag mensen hebben die wat verder weg zitten en een overzicht hebben. Wij zijn vooral geïnteresseerd in managers die het totale overzicht hebben over het universum, waaronder ook bedrijven met lagere marktkapitalisatie, die ook ESG (environment, social, governance) meenemen in het selecteren van aandelen.'

**Dingemans:** 'Je ziet vaak dat Japanse aandelen het een tijd goed doen en dan ineens een omkeerbeweging vertonen. De reden daarvan zou kunnen zijn dat er de laatste decennia geen sprake is geweest van een normale groei van het bruto binnenlands product. Als de zaken een tijdje goed gaan, nadert er plotseling een recessie. Japanners nemen daarom over het algemeen snel winst. In de afgelopen jaren, zelfs gedurende Abenomics, heeft zich elk jaar wel een correctie van twintig procent of meer op de aandelenmarkt voorgedaan.'

### Welke beleggingslessen kunnen wij trekken uit de ervaringen die Japan heeft opgedaan?

**Van den Brink:** 'Dat het ontkennen van de crisis niet werkt en hoe je om moet gaan met extreem lage rentes.'

**Van de Laar:** 'Rentes kunnen langer laag blijven dan de meeste mensen denken.'

**Barral:** 'Op die vraag kan ik geen antwoord geven, omdat Europa en Japan niet te vergelijken zijn.'

**Van Ginkel:** 'Daar ben ik het wel mee eens. Monetair gezien is er in het Westen veel sneller gereageerd dan in Japan begin jaren negentig. De prijzen van assets zijn hier dan ook veel sneller weer gaan stijgen. Mede daardoor is de situatie hier nu anders dan destijds in Japan.'

**Kwak:** 'Van Europa weet ik niet genoeg, maar met betrekking tot Japan geldt: hoe sneller je de pijn neemt, des te beter dat is.'

**Dingemans:** 'Ik denk dat we in zekere zin nu allemaal Japanners zijn, of we dat nu leuk vinden of niet.'

**Van der Krogt:** 'Overheidsbeleid gericht op governance heeft als spill-over effect dat er onder Japanse beleggers een toenemende aandacht is voor environmental en social aspecten.'

**Van Gent:** 'De clou ligt in het doorzetten van structurele hervormingen. Korte termijn en oppervlakkige (monetaire) maatregelen brengen geen fundamentele verandering in de situatie.'

## CONCLUSIE

Macro-economisch ziet Japan er niet goed uit, maar micro-economisch lijkt het een stuk beter te gaan. De ondernemingswinsten zijn hoger dan vele jaren het geval was, het rendement op het eigen vermogen stijgt, evenals de dividenduitkeringen en de waarderingen zijn daarnaast relatief gunstig. Voor het eerst sinds 1990 werken regering, ondernemingen en toezichthouders samen in plaats van elkaar te bestrijden. Japan moet er wel in slagen serieuze hervormingen door te voeren,

waardoor ondernemingen weer gaan investeren. Er wordt geprobeerd de nominale groei aan te zwengelen, waardoor de belastinginkomsten sterker zullen stijgen dan het bruto binnenlands product. Japanse beleggers zijn niet zo bezorgd over de binnenlandse economie, maar veel meer over een vertragende Chinese economie en lagere olieprijs. Als China's economie in een echte dip terechtkomt, zal dat de groei in Japan onevenredig hard raken.