

Markt: trends & thema's

Mei 2023

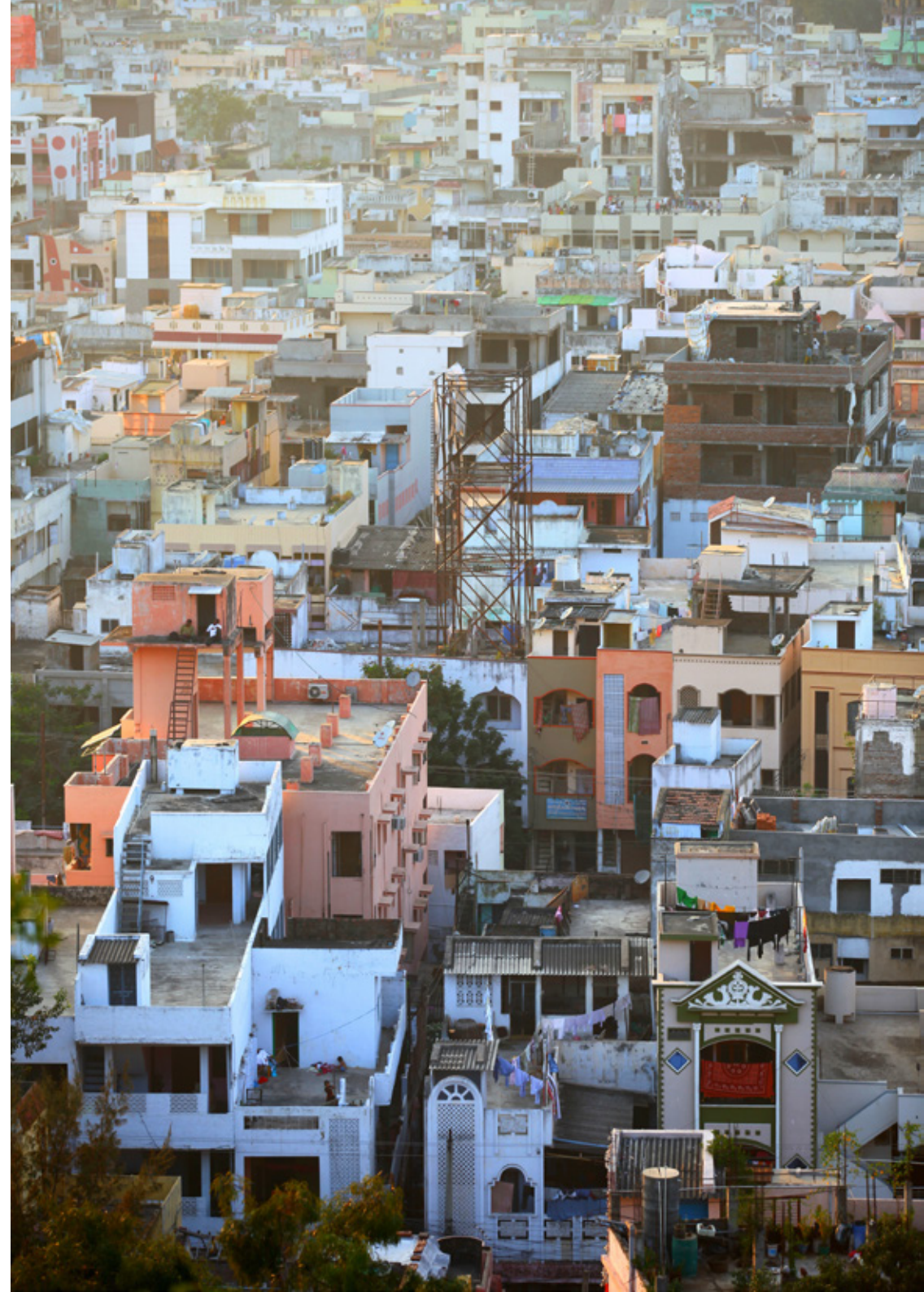
Wordt India het nieuwe China?

Als we de recente krantenkoppen moeten geloven, lijkt het onontkoombaar dat India over een paar jaar¹ de plek van China gaat overnemen als grootste economie in de wereld. Vaak wordt als belangrijke reden hiervoor aangehaald dat de bevolking van India groeit, terwijl die van China aan het krimpen is. Waar liggen de nuances in dit beeld? Daar gaan we in dit rapport op in.

Productiviteit is belangrijker dan bevolkingsgroei

Volgens het klassieke economische Solow-model wordt lange termijn economische groei bepaald door toename in kapitaal, arbeid of een efficiënter gebruik van arbeid en kapitaal. Een economie groeit dus als er meer wordt gewerkt, er meer wordt geïnvesteerd of wanneer efficiënter gebruik wordt gemaakt van een van deze twee productiefactoren. Dat laatste kan bijvoorbeeld plaatsvinden door technologische vooruitgang. Omdat dit vaak moeilijk te meten is, wordt in de praktijk de zogeheten 'Solow residual' gebruikt als 'proxy'. Alle economische groei die niet verklaard kan worden door een stijging van kapitaal of arbeid, wordt dan toegewezen aan technologie.

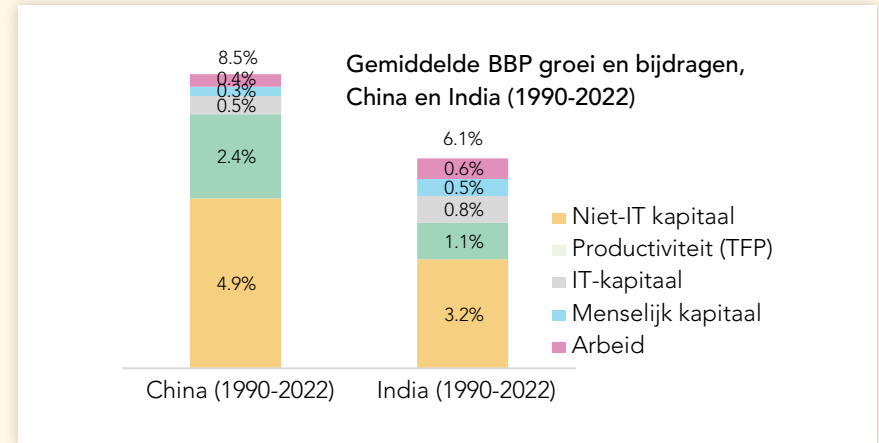
¹ Zie bijvoorbeeld deze artikelen: [ET](#), [Bloomberg](#), [FT\(2\)](#), [NRC](#) en [FD](#).



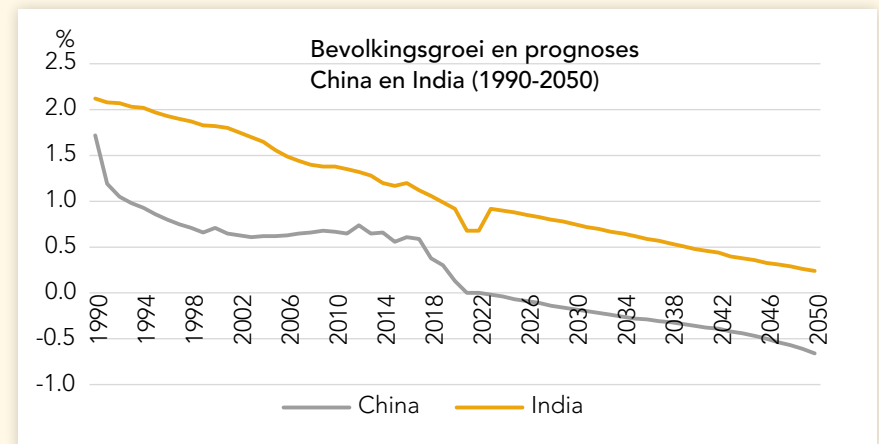
3 Markt: trends & thema's | Wordt India het nieuwe China?

De Amerikaanse denktank Conference Board houdt data bij van de groei van arbeid en kapitaal (opgedeeld in menselijk kapitaal, IT kapitaal en niet IT-kapitaal) per land, waardoor we relatief makkelijk kunnen vergelijken wat de belangrijkste drijvers van economische groei zijn geweest in China en India.

Deze vergelijking (figuur 1) laat zien dat de gemiddelde bijdrage van bevolkingsgroei (meer specifiek de bijdrage van de groei van arbeid) de afgelopen 30 jaar slechts 0,4% en 0,6% is geweest voor respectievelijk China en India. De economieën van India en China zijn voornamelijk gedreven geweest door investeringen in kapitaal en productiviteitsgroei. Dat is ook te zien aan bevolkingsgroecijfers. De Indiase bevolking groeit namelijk al jarenlang harder dan die van China, terwijl in dezelfde periode de Chinese economie harder is gegroeid dan de Indiase economie (figuur 2).



Figuur 1: De groei van arbeid heeft maar beperkt bijgedragen aan economische groei. Bron: *The Conference Board (Total Economy Database)*



Figuur 2: De bevolking van India groeit al jaren harder dan die van China. Bron: *Our World in Data (VN projecties)*

India versus China: institutionele kwaliteit

Als bevolkingsgroei niet de drijfveer is geweest van de economische groei van China en India, is de vraag of India groter zal worden dan China dan ook meer afhankelijk van hoeveel beide landen gaan investeren in kapitaal en hoe hun productiviteit zal groeien.

Investerings in niet-IT kapitaal (bijvoorbeeld infrastructuur) hebben een marginaal afnemend effect op economische groei en, hoewel India op de middellange termijn grootschalige infrastructuur-investeringen in de planning heeft, is voor de lange termijn vooral productiviteitsgroei van belang. Daarvoor lijkt de zogenaamde 'institutionele kwaliteit' van een land een belangrijke factor te zijn (zie bijvoorbeeld Góes, 2016), vooral omdat institutionele kwaliteit helpt om de vruchten te plukken van investeringen in kennis en kapitaal en daardoor terugkomt in productiviteitsgroei².

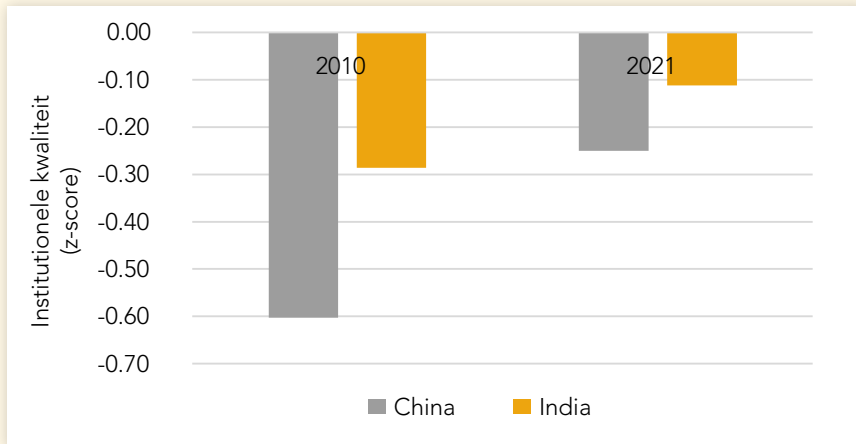
Institutionele kwaliteit is een breed begrip dat volgens de World Bank zes aspecten omvat (democratie en vrijheid van meningsuiting, inperking van corruptie, effectiviteit van de overheid, politieke stabiliteit, kwaliteit van de rechtsorde en kwaliteit van toezicht). Samen kunnen deze zes World Bank Governance Indicators (WGI's) als proxy gezien worden voor de institutionele kwaliteit van een land³.

² Een kanttekening hierbij is dat we niet precies weten welke kant de causaliteit loopt. Leidt betere institutionele kwaliteit tot hogere economische groei of hebben landen met hogere economische groei gewoon meer tijd en geld om te investeren in het verbeteren van hun institutionele kwaliteit? Hoewel daar niet het laatste over is gezegd, lijkt het onderzoek van bijvoorbeeld Rabobank, 2016 en Acemoglu, Johnson en Robinson, 2005 wel aan te geven dat de causaliteit vooral loopt van institutionele kwaliteit naar economische groei in plaats van andersom.

³ Er zijn alternatieve indicatoren voor de WGI's zoals de Corruption Perception Index en de Ease of Doing Business Index. Die hebben we niet gebruikt in dit rapport omdat deze of dezelfde conclusie geven als de WGI's of niet meer beschikbaar zijn.

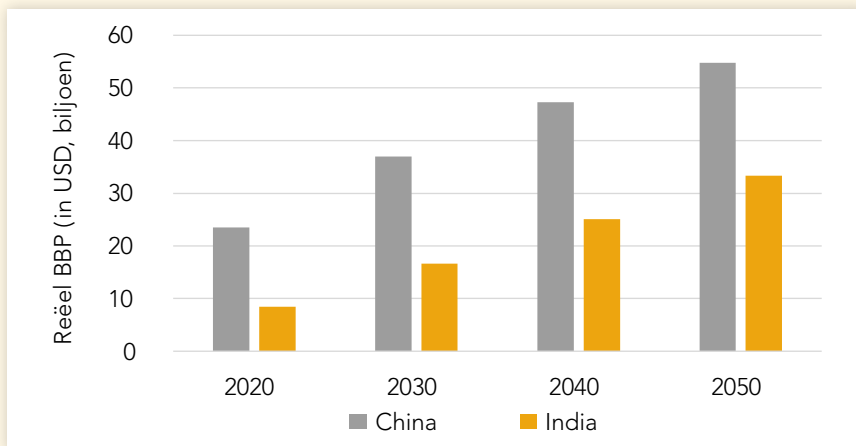
De algehele institutionele kwaliteit van India is hoger dan die van China (figuur 3). Daarbinnen kan grofweg kan gesteld worden dat India beter scoort op democratie en vrijheid van meningsuiting en dat China beter scoort op de effectiviteit van de overheid. De voorsprong van India op China is de laatste jaren weliswaar kleiner geworden, maar vooruitkijkend lijkt de kans groter dat India kan winnen aan effectiviteit van de overheid dan dat China democratischer wordt. Daarnaast heeft China meer te maken met geopolitieke spanningen dan India en speelt voor beleggers in China ook het risico voor 'kapitaalcontroles' (d.w.z. dat beleggers hun geïnvesteerde geld misschien niet uit China kunnen halen in tijden van tumult). Al met al heeft India dus een streepje voor op China wat betreft in institutionele kwaliteit en daarmee op lange termijn groei.

Maar de economie van India zal ondanks een hogere groei in 2050 alsnog 40% kleiner zijn dan China, volgens recente ramingen van het OECD (figuur 4). In die ramingen gaat het OECD er al vanuit dat het de economie van India ruim anderhalf keer zo hard zal groeien als China tussen 2020 en 2050 (4,7% tegenover 2,9% voor China).



Figuur 3: Het verschil in institutionele kwaliteit tussen China en India is afgenomen. Bronnen: *World Bank*, a.s.r. berekeningen.

Opmerkingen: Institutionele kwaliteit is het gemiddelde van de z-scores op de zes aspecten van institutionele kwaliteit.



Figuur 4: Volgens OECD ramingen blijft China groter dan India.

Bron: *OECD*

India versus China: specialisatie en lonen

Een van de redenen dat India als 'het nieuwe China' wordt gezien, is dat internationale bedrijven huiveriger zijn geworden om in China actief te zijn vanwege geopolitieke spanningen. Buurland India lijkt dan een natuurlijk alternatief. Een belangrijk aspect voor bedrijven die productie vanuit China willen verplaatsen (of buiten China willen uitbreiden), is dat het land waar ze mogelijk naartoe willen gespecialiseerd is in dezelfde goederen als China en waar de lonen hetzelfde of lager zijn.

Voor het eerste aspect (specialisatie in dezelfde goederen) kan als 'proxy' gekeken worden naar de zogenaamde 'Economic Similarity' index van [Finger en Kreinin \(1979\)](#). Deze index meet de overlap in productspecialisatie tussen landen op basis van hun export. Als twee landen zich in precies dezelfde producten specialiseren, is de index 100% en bij geen enkele overlap is de index 0%.

We hebben deze index berekend voor een aantal Aziatische landen en Mexico⁴. Hieruit blijkt dat met name Vietnam, Thailand en Zuid-Korea in dezelfde goederen gespecialiseerd zijn als China. India staat relatief laag op deze lijst (figuur 5). Dat komt omdat India zich vooral heeft gespecialiseerd in diamanten, sieraden, medicijnen, aluminium en rijst (samen 17% van alle exporten), terwijl China zich vooral heeft gespecialiseerd in elektronica zoals mobiele telefoons, computers en computerchips (samen 18% van alle exporten)⁵.

⁴ Mexico hebben we meegenomen omdat het qua ligging een beter alternatief is voor Amerikaanse bedrijven die mogelijk productie uit China willen verplaatsen.

⁵ We laten hier olie-exporten buiten beschouwing ondanks dat (geraffineerde) olie het grootste exportproduct van India is, want India importeert meer olie dan het exporteert en is dus per saldo een netto olie importeur.

6 Markt: trends & thema's | Wordt India het nieuwe China?

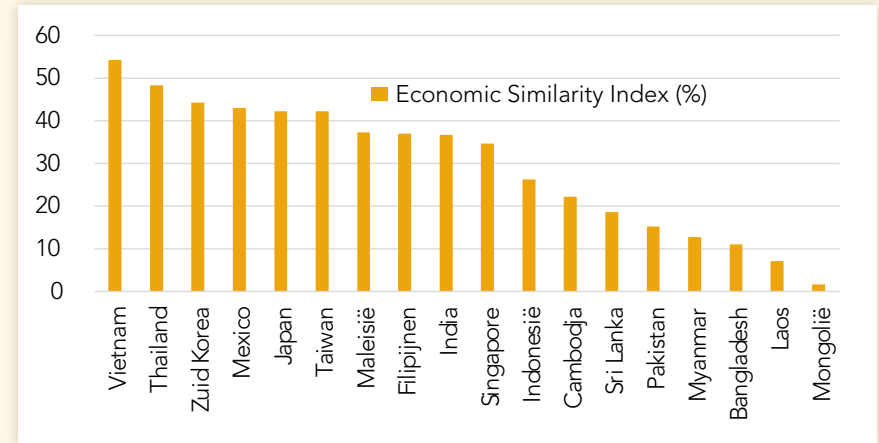
Het exportmandje van Vietnam lijkt in dat opzicht meer op China: verreweg het grootste exportproduct van Vietnam zijn mobiele telefoons (22% van alle exporten). Verder zijn bijvoorbeeld Taiwan en Maleisië gespecialiseerd in computerchips (respectievelijk 35% en 20% van alle exporten) en Thailand in computers en motoren (samen 14% van alle exporten). Binnen deze sectoren zijn deze landen mogelijke alternatieven voor China.

Wat lonen betreft scoort India relatief goed. De lonen van fabrieksarbeiders in India zijn een stuk lager dan in China en vergelijkbaar met die in Vietnam (figuur 6).

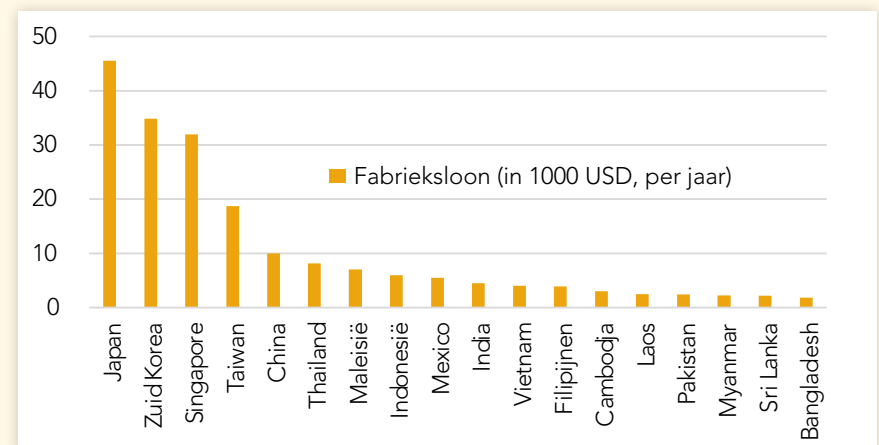
De grootte van een economie is ook belangrijk, bijvoorbeeld omdat het iets zegt over de marktomvang van een product of dienst. Marktomvang is een van de redenen geweest dat China zo populair was voor internationale bedrijven. Het was niet alleen interessant voor productie maar ook als afzetmarkt. Daarnaast zegt economische omvang iets over de absorptiecapaciteit van nieuwe bedrijvigheid. Een land als Vietnam bijvoorbeeld is veel te klein om de enorme productiecapaciteit van China volledig te absorberen. India heeft op dat vlak een betere positie (figuur 7).

Geïnspireerd door een eerdere studie van de [Rabobank \(2019\)](#) hebben we een gemiddelde genomen van de lonen, mate van overlap in specialisatie, institutionele kwaliteit en grootte van de economie, waar een index score uitkomt (in feite een geüpdatet versie van de index van de Rabobank)⁶.

⁶ Om het gemiddelde te nemen hebben we, net als in de Rabobank studie, elk van deze verschillende kenmerken gestandaardiseerd door er een z-score van te maken.



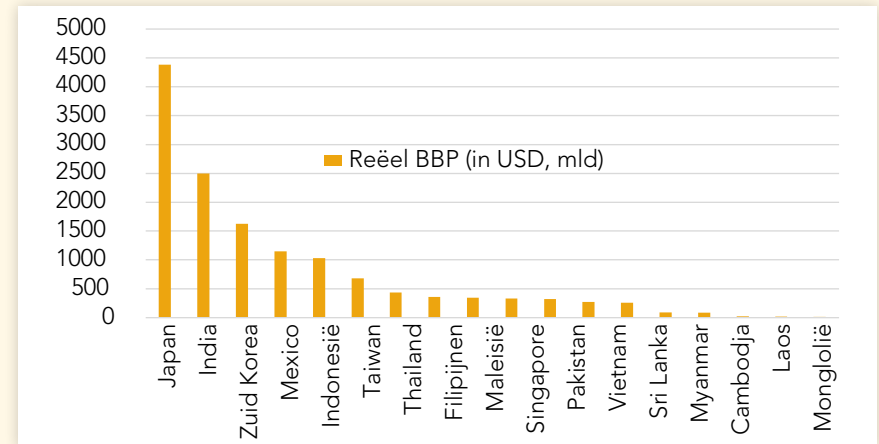
Figuur 5: India is een middenmoter wat betreft overlap van specialisatie met China. Bron: [Trademap.org](#), a.s.r. berekeningen. Data is per 2021



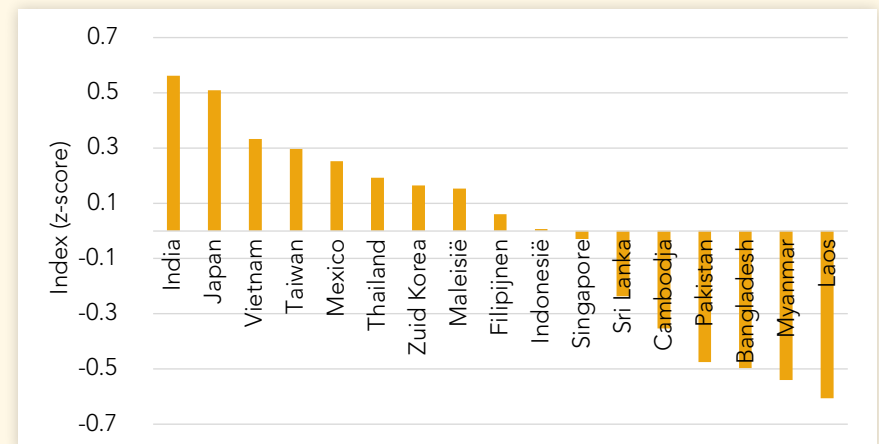
Figuur 6: Wat lonen betreft kan India concurreren met Zuidoost-Aziatische landen. Bronnen: [2019 Jetro Survey](#), [Bloomberg \(Mexico\)](#), [Japan Statistical Yearbook 2019 \(Japan\)](#). Data is per 2019

Uit deze index score komt India inderdaad naar voren als een land dat waarschijnlijk zal profiteren van (productie-) verplaatsing uit China (figuur 8)⁷. Maar dat profijt zal India waarschijnlijk ook delen met landen als Vietnam, Thailand en Maleisië (en mogelijk Mexico voor Amerikaanse bedrijven).

We geven toe dat er best wat af te dingen valt op deze analyse. Zo zijn diensten niet expliciet meegenomen, is de specialisatie inschatting van een land op basis van haar exportproducten vrij grofmazig en hebben we afstand tot het land niet meegenomen. Desondanks biedt de analyse handvatten, bijvoorbeeld om landen als alternatief voor China enigszins met elkaar te kunnen vergelijken⁸.



Figuur 7: India is relatief groot en dus aantrekkelijk vanwege haar binnenlandse markt. Bron: ourworldindata.org en Bloomberg (Taiwan). Data is per 2021.



Figuur 8: Landen waar bedrijven mogelijk naar kijken als alternatief voor China. Bronnen: [Trademap.org](https://trademap.org), [2019 Jetro Survey](https://www.jetro.go.jp/en/press/2019/01/20190120_01), Bloomberg, [Japan Statistical Yearbook 2019](https://www.e-stat.go.jp/en/table.do?lang=eng&tid=1010001), [Worldbank](https://www.worldbank.org) en ourworldindata.org. De index is in feite een update van de WWTG index van de Rabobank, uit [deze](#) en [deze](#) rapporten.

⁷ Een kanttekening bij de hoge score van Japan is dat het gedreven is door de omvang van haar economie

⁸ Naast het economisch vooruitzicht is het voor beleggers ook belangrijk om de relatieve waarderingen en risico's van Chinese en Indiase activa mee te nemen. Maar dat kan per type activa en per sector verschillen, dus daar doen we in dit rapport geen expliciete uitspraken over.

Conclusies

De bevolking van India groeit en die van China krimpt. Volgens krantenkoppen is dat een belangrijke reden dat de economische vooruitzichten van China verslechteren, terwijl die van India goed blijven.

Echter, bevolkingsgroei doet er minder toe voor lange termijn economische groei dan groei van kapitaal en productiviteit. Op korte termijn kunnen investeringen in kapitaal de groei vooruit helpen. Maar op de lange termijn is het voor India vooral van belang dat haar institutionele kwaliteit verbetert, bijvoorbeeld door meer politieke stabiliteit en een effectievere overheid. Hetzelfde geldt in vergelijkbare mate voor China, al moet de institutionele kwaliteitsverbetering daar vooral komen van meer inspraak van de bevolking.

India is meer dan 'just another emerging market', omdat het dichtbij China ligt en waarschijnlijk een van de grootste economieën van de wereld zal worden in de komende 30 jaar. Het zal dus inderdaad een belangrijke concurrent van China worden. Maar het is verre van zeker dat het de plaats van China als dominante economie in de wereld zal overnemen. Voor zover China minder dominant zou kunnen worden als 'fabriek van de wereld', zullen waarschijnlijk andere Zuidoost Aziatische landen die plek per sector innemen (bijvoorbeeld: Taiwan en Maleisië voor computerchips, Vietnam voor mobiele telefoons en Thailand voor auto's).

Welke van de twee landen de 'koppositie' als grootste economie heeft, doet er eigenlijk ook niet zoveel toe. Voor beleggers is van belang dat India goede diversificatie biedt in een gespreide 'emerging markets'-portefeuille omdat India (i) minder afhankelijk is van China, terwijl veel andere Zuidoost Aziatische landen dat juist sterk zijn, (ii) harder zal groeien en (iii) een ander regeringsmodel heeft dan China.

Disclaimer

Dit document is samengesteld door ASR Vermogensbeheer N.V. (hierna a.s.r. vermogensbeheer). a.s.r. vermogensbeheer is een beheerder van Beleggingsfondsen en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") te Amsterdam en beschikt over een vergunning voor het beheren van beleggingsinstellingen op grond van art. 2:65 Wft. Het is a.s.r. vermogensbeheer toegestaan om onder haar vergunning de volgende beleggingsdiensten te verlenen: het beheren van een individueel vermogen, het verstrekken van beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten. a.s.r. vermogensbeheer is opgenomen in het register als bedoeld in artikel 1:107 Wft.

De inhoud van dit document is gebaseerd op betrouwbaar geachte informatiebronnen. Er wordt echter geen garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid, volledigheid en actualiteit van die informatie, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend. De verstrekte informatie is uitsluitend indicatief en aan verandering onderhevig. Prognoses vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Aan de inhoud van dit document, waaronder eventuele berekende waarden en weergegeven resultaten, kunnen geen rechten worden ontleend. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle copyrights en overige informatie in dit document is eigendom van a.s.r. vermogensbeheer. De informatie is alleen bedoeld voor bepaalde (ontvangende) partijen en is vertrouwelijk. Dit document is niet bedoeld als beleggingsadvies, aangezien geen rekening wordt gehouden met de persoonlijke situatie van de klant en de presentatie ook niet is gericht op een individuele klant. De in/via dit document verstrekte informatie is bovendien geen aanbod of enigerlei financiële dienst.

De informatie is ook niet bedoeld om enig persoon of instantie aan te zetten tot het kopen of verkopen van enig financieel product, waaronder rechten van deelneming in een beleggingsfonds, of tot het afnemen van enige dienst van a.s.r. vermogensbeheer, noch is de informatie bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing.

Voor de toepasselijke voorwaarden en risico's van de in deze presentatie vermelde a.s.r. vermogensbeheer beleggingsfondsen wordt verwezen naar de prospectussen, fondsvoorwaarden en essentiële beleggersinformatie (EBI) van deze fondsen. Exemplaren hiervan en van de jaarverslagen zijn verkrijgbaar via www.asrvermogensbeheer.nl, waar ook alle gegevens van a.s.r. vermogensbeheer kunnen worden geraadpleegd. De producten van a.s.r. vermogensbeheer zijn alleen bedoeld voor professionele beleggers.

a.s.r.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asrvermogensbeheer.nl

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht

57552_0523