NIEUWS, TRENDS & ANALYSES VAN DE FINANCIËLE MARKTEN

INVEST NEWS

JAARGANG 6 • NR 4 • MEI 2015
REDACTIE BEËINDIGD OP 12 MEI 2015

OBLIGATIES IN PORTEFEUILLE
LOONT HET NOG DE MOEITE?

FUSIES & OVERNAMES
NIET TE STUITEN GOLF OP WERELDSCHAAL

CHINESE AANDELEN
SHANGHAI OPEN VOOR BUITENLANDSE BELEGGERS

MASSALE WINSTNEMINGEN
SLECHTS EEN CORRECTIE?

BNP PARIBAS FORTIS
PRIVATE BANKING

INHOUD

3
EDITORIAAL
Wang, Zhang en Li

4
MARKTOVERZICHT
Een correctie,
geen trendommekeer

8
OBLIGATIEMARKTEN
Obligaties in uw portefeuille:
stoppen of doorgaan?

10
AANDELENMARKTEN
Golf van fusies en overnames

14
THEMATISCHE ANALYSE
Chinese aandelen: A of H?

COLOFON

MARKETING COMMUNICATIE*
Invest News is een publicatie van BNP Paribas Fortis nv, commerciële benaming van BNP Paribas Fortis nv. BNP Paribas Fortis nv staat als kredietinstelling naar Belgisch recht onder het prudentieel toezicht van de Nationale Bank van België en de controle inzake beleggers- en consumentenbescherming van de Autoriteit van Financiële Diensten en Markten (FSMA).
BNP Paribas Fortis nv is ingeschreven als verzekeringsagent onder FSMA nr. 25879 A en treedt op als tussenpersoon van AG Insurance nv.

VERANTWOORDELIJKE UITGEVER:
Ann Moenaert (1QB3A),
BNP Paribas Fortis nv,
Warandeberg 3, 1000 Brussel

COÖRDINATIE:
Dominique Gehu, Alain Servais, Agnes Cloet, Francesco Sciabica, Dries Vanvinckenroye.

WERKTEN MEE AAN DEZE UITGAVE:
Patrick Casselman, Thierry Charlier, Valérie De Gheldere, Xavier Timmermans, Sarah Van Der Straeten, Kristof Wauters.

CONCEPT: sQills een onderdeel van Sanoma Magazines Belgium nv

ART DIRECTOR: Steven Depaemelaere

GRAFIEKEN: Bloomberg, FactSet, BNP Paribas Fortis

FOTO'S: Corbis

*Onderhavig document is een marketing communicatie. Het werd derhalve niet opgesteld in overeenstemming met de voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebied en is niet onderworpen aan een verbod om al vóór de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied te handelen.
De informatie vermeld in dit document kan niet beschouwd worden als beleggingsadvies. Voor aanvullende informatie betreffende de risico's die verbonden zijn aan het financieel instrument uiteengezet in onderhavig document, verwijzen wij u naar de "Informatiebrochure - Financiële Instrumenten" dat ter beschikking is in elk kantoor van BNP Paribas Fortis. Alvorens een beleggingsbeslissing te nemen, wordt de belegger aangeraden na te gaan of de beoogde belegging voor hem geschikt is en dit rekening houdend met zijn beleggingskennis en -ervaring, zijn beleggingsdoelstellingen en zijn financiële situatie. Indien de belegger dit nodig acht, kan hij een specialist in financieel advies van BNP Paribas Fortis raadplegen.

Belangenconflicten
Belangenconflicten kunnen bestaan in hoofde van BNP Paribas Fortis NV en de met haar verbonden vennootschappen op datum van het opstellen van dit document. In dit verband werden bijzondere gedragsregels en interne procedures uitgewerkt.
Deze gedragcodes en de bekendmakingen in verband met mogelijke belangenconflicten in hoofde van BNP Paribas Fortis NV en de met haar verbonden vennootschappen zijn beschikbaar op http://disclosures.bnpparibasfortis.com en, wat de BNP Paribas Group betreft, op http://egd.bnpparibas.com/compliance/index.aspx.
U kan deze informatie eveneens bekomen via uw contactpersoon.

Certificering van de analist
De personen die vermeld staan als auteurs van de teksten waar individuele aandelen worden besproken, bevestigen dat:
1. alle opinies die vermeld zijn in deze teksten een nauwkeurige weergave vormen van de persoonlijke opinie van de auteurs over het onderwerp financiële instrumenten en emittenten; en
2. geen enkel deel van hun bezoldiging rechtstreeks of onrechtstreeks verband hield, houdt of zal houden met de specifieke aanbevelingen of opinies die in deze teksten worden gegeven.

李　　王　　张

LI , WANG EN ZHANG

—

Thierry Charlier,
director investment services

Wist u dat China het eerste land was dat een familienaam invoerde? Het was waarschijnlijk keizer Fu Xi die ruim 3.000 jaar voor Christus daartoe besliste. Aanvankelijk – en meer dan 2.500 jaar lang – was een achternaam gekoppeld aan de naam van de clan. Mettertijd bleef alleen de familienaam over.

Van de oorspronkelijke 24.000 familienamen blijven er slechts iets meer dan 3.000 over. Dat lijkt weinig voor een natie met bijna 1,4 miljard inwoners, maar 85% van de Chinezen deelt een honderdtal achternamen en zowat 300 miljoen Chinezen heten Wang, Zhang of Li.

Op het vlak van familienamen is China misschien niet erg creatief, maar als het gaat over beurshandel zijn de Chinezen niet te stuiten. Chinese ondernemingen kunnen namelijk noteren op niet minder dan drie bekende beurzen: **Shanghai, Shenzen en Hongkong**. Bovendien zijn er verschillende soorten Chinese aandelen, zoals bijvoorbeeld de **A- en H-aandelen**. Aandelen die de laatste tijd behoorlijk wat inkt doen vloeien.

Zijn alle **Chinese aandelen** toegankelijk voor buitenlandse beleggers? Zijn ze aan te bevelen? Hoe verklaren we hun scherpe stijging terwijl de economie eerder lijkt te vertragen? Na deze editie is het beursnieuws van het Rijk van het Midden - zoals de Chinezen hun land noemen - geen Chinees meer voor u!

Veel leesplezier.

Massale winstnemingen begin mei

EEN CORRECTIE, GEEN TRENDOMMEKEER

Het credo 'sell in May and go away' klopt nogmaals: mei is gunstig voor winstnemingen. Eind april leidden een opvering van de olieprijs, een fikse stijging van de langetermijnrentes en een daling van de dollar tot een algemene winstneming. Dat lijkt voor ons op een correctie, een normale adempauze na een snelle en ononderbroken hoge vlucht. De economische fundamentals blijven positief en kunnen de aandelen, vooral in Europa en Japan, wel eens ruim boven de pieken van eind april duwen.

—

Xavier Timmermans, *investment strategist PRB*

Diverse redenen

Om de omvang van de winstnemingen eind april en begin mei te vatten, moeten we terug naar de oorzaken van de sterke stijging van de Europese aandelen en obligaties sinds begin dit jaar:
1. de daling van de olieprijs,
2. de daling van de rentes,
3. de stijging van de dollar,
en de impact ervan op de verwachte groei van de economie en de winsten.
Op 20 april zagen we echter een herstel van zowel de olieprijzen als het rendement van obligaties, naast een daling van de dollarkoers. Meer was er niet nodig om ons af te vragen of de trend zich zou keren en of er hoop aan de einder gloort.

De omvang en de snelheid van de koersdalingen vallen te verklaren door het feit dat veel beleggers om dezelfde redenen dezelfde de gok hebben gewaagd. Sinds begin dit jaar waren de winsten groot: meer dan 20% voor de Europese aandelen, meer dan 13% voor de dollar tegenover de euro en meer dan 4% voor de Duitse referentieobligatie op 10 jaar (op 20 april). Al deze factoren samen hebben de beleggers ertoe aangezet zich naar de uitgang te reppen.

Hadden de verkopers gelijk? Is er echt een trendwijziging op til? Waarom zakt de Amerikaanse beurs niet zo sterk als haar Europese tegenhangers, terwijl de nieuwsberichten in de VS toch minder positief zijn dan in Europa? Om op die vragen te kunnen antwoorden, geven we een stand van zaken over de vooruitzichten voor olie, de rente, de dollar en de economische groei.

De olieprijs

De prijs van de Noordzee- en Brentolie, die tot juli 2014 noteerde op meer dan 110 dollar, zakte in januari 2015 tot 45 dollar. Wanneer een grondstof of munt zo sterk in waarde daalt, zien we meestal na enkele maanden een correctie. De klim naar 65 dollar is dus volstrekt normaal. De vraag is alleen of de stijging zich de komende maanden zal doorzetten.

Er zijn meerdere oorzaken die de prijsstijging van de ruwe olie in de hand werken. Door de interventie van Saoedi-Arabië in Jemen leefde de vrees dat de scheepvaart op de Rode Zee verstoord zou worden. Volgens het Internationaal Energie Agentschap (IEA) was het verbruik in het eerste kwartaal hoger dan verwacht, waardoor het zijn vooruitzichten voor het gemiddelde verbruik in 2015 naar boven bijstelde op 93,6 miljoen vaten per dag (mbd). In maart kwam de

mondiale productie evenwel uit op 95,2 mbd, een stijging van 3,5 mbd tegenover maart 2014. Er blijft dus een sterk onevenwicht tussen aanbod en vraag.

Begin mei overschreed de prijs voor Amerikaanse olie (WTI – West Texas Intermediate) voor de eerste keer sinds december de kaap van 60 dollar. Dat kwam onder andere door de aankondiging dat de olievoorraden in Oklahoma voor het eerst sinds november geslonken waren, wat erop wijst dat het aanbodoverschot kan afnemen. Toch waren de olievoorraden in 85 jaar nog nooit zo groot en is de Amerikaanse productie nauwelijks gedaald – eigenlijk pas vanaf midden april. De stijging is dus waarschijnlijk geen lang leven beschoren. Bovendien kondigde EOG Resources, de grootste Amerikaanse producent van schalieolie, aan dat het zijn productie in Noord-Dakota en Texas hervat als de prijs zich stabiliseert op 65 dollar per vat. Aan de andere kant van de wereld zei Saoedi-Arabië dat het helemaal niet van plan is zijn huidige productie van 10 miljoen vaten per dag af te bouwen. Het wil trouwens ook absoluut zijn marktaandeel behouden. We kijken dus halsreikend uit naar de conclusies van de volgende vergadering van de OPEC begin juni.

De afstemming tussen het aanbodoverschot en de door de haperende wereldgroei slechts licht stijgende vraag zal dus nog enkele kwartalen vergen. Bovendien kan dat evenwicht nog worden verstoord door de opheffing van de internationale economische sancties tegen Iran. Volgens de Iraanse minister van Olie kan zijn land geleidelijk tot 1,1 miljoen extra vaten per dag exporteren. We verwachten dat de olieprijs zich tegen eind dit jaar zal stabiliseren tussen 55 en 65 dollar. Europa kan vermoedelijk nog even blijven profiteren van goedkope olie, wat de koopkracht van de consumenten en bijgevolg de groei stimuleert.

De rentetarieven

Het rendement op overheidsobligaties van de eurozone gleed op 20 april af tot zijn laagste niveau. De Duitse Bund op 10 jaar zag zijn rendement naar 0,05% duiken om daarna op 7 mei in een ruk weer naar 0,75% te klimmen. De obligatieprijs evolueert omgekeerd evenredig en viel van 103,50 terug op 97,50%. Dat is ruim 6% in twee weken. Niet verwonderlijk dat de markten onrustig werden.

Het debat over de herschikking van de Griekse schuld maakte de zaken alleen maar erger. De obligaties van de perifere landen zagen de kloof tussen hun rendement en de Duitse rente groter worden. Hoewel we dat gewend zijn, waren de Duitse obligaties deze keer geen vluchtwaarde.

Het bodemrendement van 0,05% was een afwijking als gevolg van de massale aankoop van obligaties door de Europese Centrale Bank (60 miljard euro per maand, van maart 2015 tot september 2016, voor een totaal van 1.140 miljard euro). Een andere aberratie: de negatieve rente van de Duitse obligaties tot 7 jaar en de Belgische tot 4 jaar. De ECB pompt resoluut grote sommen in de economie om deflatie tegen te gaan. De inflatie van de eurozone was al laag voor de olieprijs instortte, wat leidde tot negatieve inflatiepercentages in het eerste kwartaal. Natuurlijk moet elke economie deflatie vrezen: wie verwacht dat de prijzen gaan zakken, stelt zijn aankopen uit. Op macroschaal kan dat leiden tot een vicieuze cirkel waarin de economische activiteit steeds verder vertraagt.

De voorzitter van de ECB – Mario Draghi – herbevestigde de verderzetting van de opkoop van obligaties tot het einde van zijn ambtstermijn. We veronderstellen dat de ECB haar geloofwaardigheid niet wil kwijtspelen en ze dus het programma zeker niet voor begin 2016 vervroegd zal stopzetten.

Het welslagen van dat monetaire beleid – d.w.z. de inflatieverwachtingen versterken – heeft een effect op de langetermijnrentes. Als de economische actoren denken dat de inflatie zal opklimmen tot 2% zullen ze een betere return verwachten voor hun kapitaal belegd op lange termijn. Het rendement op obligaties moet dus naar omhoog. Dat was het geval in de Verenigde Staten en Groot-Brittannië toen hun centrale banken hetzelfde onconventionele beleid als de ECB hadden toegepast. Tot vandaag is die stijging zeker niet opvallend sterk. Hoewel de Verenigde Staten voor het zevende jaar op rij aan een herstel bezig zijn, bedraagt de verwachte inflatie 0,1% voor 2015. U ziet dus hoe sterk deflatoire krachten zijn.

Met de huidige liquiditeitsinjecties zal de rente hoogstwaarschijnlijk relatief laag blijven in Europa, wat dan weer gunstig is voor de aandelen.

De Amerikaanse dollar

De toekomstige evolutie van de dollar is een moeilijk vraagstuk. Bepaalde elementen pleiten voor een sterke euro: het handelsoverschot, de kapitaalinstroom voor de Europese aandelen, de fusies en overnames van Europese bedrijven door Amerikaanse... Maar de omstandigheden die de dollar omhoogtillen zijn nog niet verdwenen. De toename van de Amerikaanse groei met slechts 0,2% in het eerste kwartaal was weliswaar een teleurstelling, maar die vertraging is veeleer te wijten aan tijdelijke omstandigheden zoals een strenge winter in het oosten en de stakingen in de havens aan de westkust. Op jaarbasis blijft de Amerikaanse groei waarschijnlijk wel de Europese overtreffen.

Zal de Federal Reserve de voorgenomen renteverhoging in september uitstellen? Dat leiden sommigen alvast af uit de groeicijfers van het eerste kwartaal en de woorden van de voorzitster van de Fed, Janet Yellen. Dat eventuele uitstel verklaart waarom de dollar verzwakt.

Veel zal afhangen van de verwachte opvering van de Amerikaanse groei

De dollar zal versterken of verzwakken in functie van de omvang van het herstel van de Amerikaanse economie in het tweede kwartaal. Als blijkt dat de slapte van het eerste kwartaal van voorbijgaande aard was, dan zullen de speculaties over een eerste renteverhoging in september de kop opsteken en de dollar aantrekkelijker maken dan de euro.

Enkele tekenen wijzen er trouwens op dat dit het geval zal zijn. De index van de inkoopdirecteuren voor de dienstensector is in april gestegen. Ook in de industrie is het sentiment van de inkoopdirecteuren over de orderboeken optimistischer. Dat is een erg goede indicator van toekomstige groei. Daarnaast neemt sinds enkele maanden ook het vertrouwen van de consumenten toe. De Amerikaanse consumentenprijsindex exclusief de prijzen voor energie en voeding (de 'Core CPI') is in maart met 1,80% toegenomen en komt dus dichter bij de beoogde 2%.

Wij verwachten dat de Amerikaanse groei zal heropleven en houden dan ook vast aan onze verwachting van een renteverhoging in september. Daarom zien we de dollar niet meteen fors zakken en blijven we ook bij onze verwachte euro/dollar-pariteit van 1,05. Let wel, we mogen niet vergeten dat de wisselhandel bijzonder moeilijk te voorspellen is.

En wat met Europa?

Economisten denken dat het zo'n 12 tot 18 maanden zal duren voor de winst van de lagere olieprijzen en de waardedaling van de euro zich zullen vertalen in de groei van het bbp. Trouwens, de daling van de olieprijs en de euro is al bezig sinds de zomer van 2014. Als de prognoses correct zijn en de groei van het bbp in de eurozone toeneemt van 0,9% in 2014 tot 1,8% in 2015, kan een toename van 1% leiden tot een winsttoename voor de bedrijven van 15 tot 20%. Bovendien hebben heel wat Europese bedrijven in de voorbije jaren herstructureringen doorgevoerd en kan een geringe toename van de volumes grote gevolgen hebben voor de winstgevendheid.

Besluit

Na de sterke stijgingen van de aandelen, de dollar en zelfs de obligaties sinds begin dit jaar, was het normaal dat de markten even moesten bijkomen. Volgens ons kan elke duidelijke terugval van de beurskoersen maar beter benut worden, omdat de economische fundamentals goed blijven. De factoren die de Europese aandelen sinds begin dit jaar naar omhoog duwden – goedkope olie, het monetaire beleid van de ECB en de sterke dollar – zullen in de komende maanden waarschijnlijk nog niet meteen verdwijnen. De koerscorrectie lijkt dus niet erg sterk te zullen zijn. En mocht dat toch het geval zijn, zullen de koopopportuniteiten des te groter zijn. De evolutie van de economische statistieken en de winsten kunnen ons bovendien nog positief verrassen.

MARKANTE FEITEN VAN HET DISCRETIONAIRE BEHEER IN APRIL

Aandelen nog steeds overwogen

Het aantal transacties in april bleef relatief beperkt. De turbulentie op de markt had geen impact op de overtuigde overweging van aandelen. De geldinjecties van de Europese Centrale Bank en de naar boven bijgestelde winstvooruitzichten voor het merendeel van de bedrijven ondersteunen het waarderingspotentieel van de Europese aandelen. Correctiefases worden nu beschouwd als ideale momenten om te kopen.

Stijging van de Europese rentes

Het beheer blijft profiteren van een korte looptijd op het vlak van de obligatiecomponent. De recente diversificatie met flexibele fondsen – die hun allocatie tussen de segmenten van de obligatiemarkt snel kunnen aanpassen – werpt haar vruchten af. Zo kunnen we in ons beheer sneller reageren op de actuele marktsituatie. De rentes op de staatsobligaties van de perifere landen en ook Duitsland zijn inderdaad aanzienlijk gestegen. Dat is deels te wijten aan de hernieuwde commotie over de Griekse schulden, maar blijft eigenlijk erg logisch als we kijken naar het groeiherstel binnen Europa en de recente plafondniveaus.

Winstneming na de stijging van de dollar

De blootstelling van de portefeuilles aan de Amerikaanse dollar is sterk teruggeschroefd. Het beheer heeft beslist een deel van zijn winst te nemen na de stijging van de *greenback* tegenover de euro. Concreet is er in de portefeuilles een omwisseling van de dollars doorgevoerd met een gemiddeld niveau van 1,0666. Die beslissing draaide goed uit, want de Amerikaanse munt begon daarna terrein te verliezen op de euro.

Valérie de Gheldere, investment manager

ECONOMIE

(Bron: Bloomberg Consensus en BNP Paribas Fortis)

BBP GROEI (in %)	2013	2014	2015	2016
Eurozone	-0,4	0,8	1,5	1,8
Verenigd Koninkrijk	1,7	2,6	2,6	2,5
Verenigde Staten	1,9	2,4	2,9	2,8
Japan	1,5	0,1	1,0	1,7
Brazilië	2,3	0,0	-1,1	1,2
Rusland	1,3	0,5	-4,0	0,2
India	4,7	5,1	7,7	7,7
China	7,7	7,3	6,9	6,9

INFLATIE (IN %)	2013	2014	2015	2016
Eurozone	1,3	0,4	0,1	1,2
Verenigd Koninkrijk	2,6	1,5	0,4	1,6
Verenigde Staten	1,5	1,8	0,1	2,2
Japan	0,4	2,8	0,7	1,0
Brazilië	6,3	6,3	7,9	5,6
Rusland	6,8	7,8	13,0	7,2
India	6,3	4,2	5,4	5,6
China	2,6	2,0	1,4	2,0

RENTE

(Bron: BNP Paribas Fortis, Bloomberg Consensus)

RENTEVOORUITZICHTEN (in %)			
RENTE OP 2 JAAR	11.05.2015	3m	12m
Eurozone	-0,21	-0,20	0,10
Verenigd Koninkrijk	0,55	0,80	1,60
Verenigde Staten	0,58	0,75	1,50
Japan	0,01	0,00	0,10
RENTE OP 10 JAAR	11.05.2015	3m	12m
Eurozone	0,59	0,35	0,60
Verenigd Koninkrijk	1,92	1,90	2,36
Verenigde Staten	2,16	2,25	2,60
Japan	0,40	0,40	0,60

MUNTEN

(Bron: BNP Paribas Fortis)

MUNTVOORUITZICHTEN			
MUNTEN	11.05.2015	3m	12m
USD	1,12	1,08	1,05
GBP	0,72	0,72	0,70
JPY	134	145	148

Verloop van de pariteit EUR/USD (Bron: Bloomberg)

GRONDSTOFFEN

(Bron: BNP Paribas Fortis, Bloomberg Consensus)

VOORUITZICHTEN	11.05.2015	3m	12m
Olie (Brent)	65	63	60
Goud	1186	1200	1300

AANDELEN

(Bron: Bloomberg)

BEURZEN	VERLOOP (in %)		
	op 1 maand	sinds 01.01.15	over 2014
Europa - Euro Stoxx 50	-5,4	14,8	1,1
Europe - Euro Stoxx 600	-4,8	16,5	1,6
België - Bel20	-5,8	11,9	12,0
Nederland - AEX	-3,4	15,4	5,3
Frankrijk - CAC40	-4,3	17,4	-0,8
Duitsland - DAX	-5,9	18,8	2,7
Verenigd Kon. - FTSE 100	-0,3	7,6	-2,7
Zwitserland - SMI	-4,3	0,9	9,5
Verenigde Staten - S&P500	0,7	2,8	12,6
Japan - Nikkei 225	-1,4	12,4	7,1
Brazilië - Bovespa	5,4	14,3	-2,9
Rusland - Micex	3,1	22,3	-7,1
India - Sensex	-5,1	-0,3	29,7
China - Shangai Composite	7,4	34,0	52,9

SECTOREN	VERLOOP (in %)		
(EURO STOXX 600)	op 1 maand	sinds 01.01.15	over 2014
Automobiel	-3,5	29,2	3,9
Banken	-0,8	15,7	-2,8
Grondstoffen	3,6	12,7	-6,4
Chemie	-5,1	20,4	3,6
Bouw & materialen	-3,5	18,8	4,7
Financiële diensten	-3,1	22,1	9,5
Voeding & dranken	-4,8	13,5	10,9
Farmacie	-6,4	18,0	17,9
Industrie	-3,5	16,5	-2,1
Verzekeringen	-7,5	13,6	9,7
Media	-5,5	17,6	7,0
Olie & gas	1,0	18,9	-15,0
Gezondheid en gezin	-3,0	18,4	8,7
Detailhandel	-3,9	17,4	-4,3
Technologie	-3,8	14,5	7,4
Telecom	0,9	18,4	7,3
Reizen & ontspanning	-1,8	17,5	17,2
Sociale dienstverlening	-1,2	5,6	12,9

Obligaties in uw portefeuille

STOPPEN OF DOORGAAN?

Loont het nog om aan de huidige rente obligaties te houden, laat staan te kopen? Het antwoord is volmondig: ja. Weinig risicovolle obligaties vormen de basis van een evenwichtige beleggingsportefeuille. Het rendement van uw portefeuille kunt u dan weer optimaliseren met hoogrentende obligaties, converteerbare obligaties en obligaties in vreemde munt.

—

Kristof Wauters, *investment specialist fixed income & forex PRB*

Rente: *down down deeper and down*

De chronisch haperende economische groei en de almaar dalende inflatie hebben de ECB eind januari ertoe aangezet om de zogenaamde bazooka boven te halen. Een zeer omvangrijk aankoopprogramma van voornamelijk overheidsobligaties duwt de rente in quasi alle landen van de eurozone naar ongeziene dieptepunten. Het clubje van landen met een negatieve rente groeit nog steeds, zelfs voor lange looptijden.

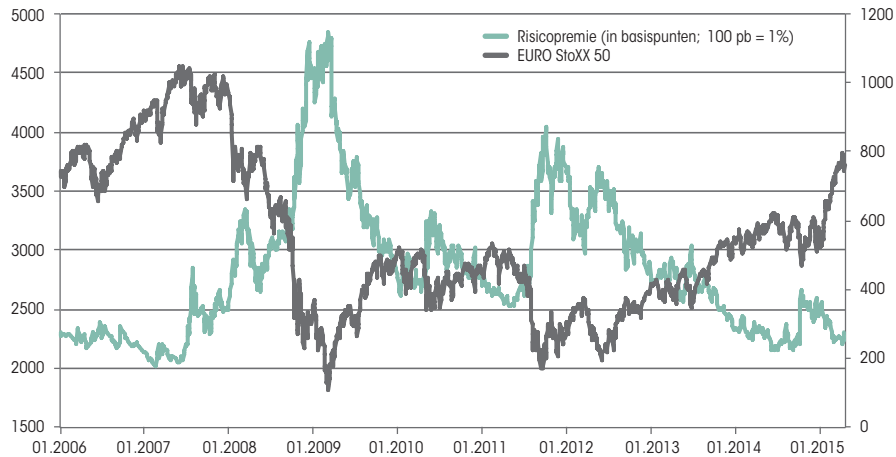
Beleggers stellen zich dan ook de vraag of het nog wel loont om obligaties te kopen, laat staan te houden. Een terechte bedenking, maar toch luidt het antwoord: in een evenwichtig gespreide portefeuille blijven obligaties onmisbaar.

Al wordt het wel tijd om de portefeuille te optimaliseren

Naast cash zorgen obligaties van solide emittenten voor een comfortabele basis van uw portefeuille omdat ze weinig risicovol zijn, in tegenstelling tot de meeste andere beleggingsklassen. Als uw beleggingshorizon verder reikt dan twee tot drie jaar, kiest u beter voor obligaties dan voor cash, omdat zij een hoger rendement opleveren en voor een ruimere spreiding van uw portefeuille zorgen. Ook al zijn obligaties in euro momenteel zeker niet onze favoriete beleggingsklasse voor een nieuwe aankoop, bij stormachtige periodes op de financiële markten zorgen ze voor stabiliteit in uw portefeuille.

We raden wel aan om de obligatieportefeuille te optimaliseren. Dit doen we ook actief in het kader van portefeuillebeheer. Als gevolg van de spectaculaire rentedaling noteren veel obligaties die in het verleden werden aangekocht, zeer fors boven pari (100%). Ga na wat het resterende nettorendement van deze obligaties is. Hou er echter rekening mee dat de 25% roerende voorheffing berekend wordt op de coupon van de obligatie, en niet op het resterende rendement. Bij solide obligaties die een tijd geleden aangekocht werden, is het resterende nettorendement om die reden vaak zelfs negatief. Met andere woorden: als u de cashflowanalyse maakt, krijgt u op de eindvervaldag minder terug dan wanneer u de obligatie vandaag zou verkopen. Bij individuele obligaties is op de koers geen meerwaardebelasting verschuldigd, wat arbitrage-opportuniteiten creëert. Als herbelegging is het dan vaak interessanter om recente emissies aan te

RISICOPREMIE VAN HIGH YIELD OBLIGATIES (RECHTERSCHAAL) IN VERGELIJKING MET DE AANDELENINDEX EUROSTOXX50 (LINKERSCHAAL)



Bron: Bloomberg

kopen waarvan de coupon aansluit op de huidige rente, en u op die manier ook roerende voorheffing betaalt op een lagere coupon.

Welke obligaties zijn dan wel nog koopwaardig?

Uw bestaande obligatieportefeuille kritisch evalueren is één zaak, aantrekkelijke deelsegmenten vinden bij obligaties die wel een aantrekkelijke vergoeding geven in verhouding met het risico, is een andere aanrader. Toch staat tegenover een hoger rendement steeds een hoger risico en een potentieel grotere volatiliteit. Onze favoriete deelsegmenten binnen de obligatiemarkt zijn:

Hoogrentende obligaties

Hoogrentende obligaties (*high yield* of *speculative grade*) zijn uitgegeven door emittenten met een rating van BB+ of lager. De hogere coupons zijn een vergoeding voor het hogere risico. Ook hier zijn de rendementen de afgelopen jaren fors teruggevallen, maar de huidige niveaus bieden toch nog een correcte vergoeding voor het eveneens fors gedaalde risico op faillissement. Aangezien de minimumcoupure van de meeste individuele hoogrentende obligaties 100.000 EUR bedraagt, is een belegging via fondsen een goede oplossing om gespreid over emittenten uit verschillende sectoren te beleggen. Belangrijk is wel dat de prijsbewegingen van hoogrentende obligaties sterk gelinkt zijn aan die van aandelen. De bovenstaande grafiek geeft duidelijk weer dat de risicopremie voor hoogrentende obligaties daalt naarmate de aandelenmarkt stijgt (en omgekeerd). Als u een correctie verwacht op de aandelenmarkten zijn hoogrentende obligaties dus geen veilige haven.

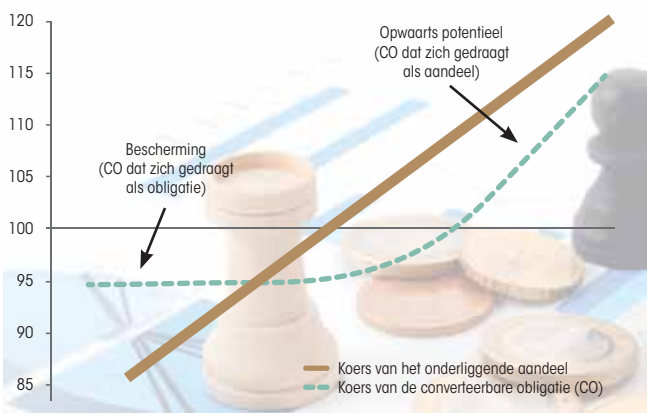
Converteerbare obligaties

Converteerbare obligaties zijn obligaties met een optie om tegen vooraf bepaalde voorwaarden de obligaties om te zetten in aandelen. Hierdoor krijgen houders van converteerbare obligaties het voordeel van het opwaartse potentieel van het onderliggende aandeel, terwijl er toch een bescherming is in geval van een daling van het aandeel. Op dat moment zal de converteerbare obligatie zich gaan gedragen als een 'normale' obligatie (zie de groene stippellijn in de onderstaande grafiek). Door de mogelijkheid tot omzetting ligt de coupon van converteerbare obligaties lager. Door de relatief kleine, illiquide en zeer gespecialiseerde markt gebeuren beleggingen in converteerbare obligaties quasi uitsluitend via fondsen.

Obligaties in vreemde munt

In tegenstelling tot hoogrentende en converteerbare obligaties, zijn obligaties in vreemde munt veel minder gelinkt met aandelen. Twee factoren maken een belegging in obligaties in vreemde munt momenteel bijzonder aantrekkelijk: de uitzonderlijk lage rente in euro en de zwakte van de Europese eenheidsmunt. Bovenop een aantrekkelijk renteverschil is er voor munten zoals de Noorse kroon (NOK), de Braziliaanse real (BRL), de Nieuw-Zeelandse dollar (NZD) en de Mexicaanse peso (MXN) ook nog een mooi wisselkoerspotentieel tegenover de euro.

KOERSVERLOOP VAN EEN CONVERTEERBARE OBLIGATIE IN FUNCTIE VAN HET ONDERLIGGENDE AANDEEL



GOLF VAN FUSIES EN OVERNAMES

OP ZOEK NAAR KANDIDATEN

In het huidige klimaat van weliswaar bescheiden groei, maar comfortabele balansposities, goedkope schuldfinanciering en relatief hoog gewaardeerde eigen aandelen gaan bedrijven graag op zoek naar externe groeimogelijkheden of synergieën door schaalvergroting. De voordelen daarvan zijn legio: kostenbesparend, cross selling, een sterkere prijszetting of onderhandelingspositie met leveranciers. Met de recent aangekondigde overnamebiedingen op BG Group, TNT, Base, Pirelli, Perrigo en Alcatel-Lucent komt de internationale fusie- en overnamegolf in een stroomversnelling.

—

Patrick Casselman, *senior equity specialist*

Europese overnameprooien

Amerikaanse multinationals worden geconfronteerd met een enorme cashberg (Apple, Microsoft, GE, ...), de sterke dollar en zijn op zoek naar Europese overnameprooien om hun buitenlandse winsten fiscaal vriendelijk te kunnen herbeleggen. Dankzij de huidige risico-appetijt worden overnemers vaak beloond met stijgende beurskoersen. Aandeelhouders weten blijkbaar de extra groei en synergiemogelijkheden te appreciëren, ook al worden daar soms hoge prijzen voor betaald. We denken dat het consolidatie-

thema, samen met de aanhoudende extreem lage rente de voornaamste drijfveren kunnen zijn die de al relatief duur gewaardeerde aandelenmarkten nog hoger kunnen drijven.

De meest waarschijnlijke overnamekandidaten detecteren we op basis van de volgende factoren:

- aantrekkelijke businessmodellen, producten, technologieën en/of klantenbestanden
- synergiemogelijkheden: door schaalvergroting, besparing op gemeenschappelijke kosten, cross selling en/of een sterkere prijszetting
- een aanvaardbare beurswaardering
- de huidige aandeelhouderskring: afwezigheid van een controlerende aandeelhouder of bereidheid van de hoofdaandeelhouder om te cashen.

Net zoals de voorbije 2 jaar verwachten we nog de meeste overnametransacties in volgende sectoren: telecom, farma, technologie en energie. Ziehier een overzicht van enkele consolidatiescenario's en de voornaamste Europese overnamekandidaten.

Telecom

De consolidatie in de versnipperde Europese telecomsector voltrekt zich stap voor stap. De voorbije jaren zagen we al diverse overnames van lokale kabeloperatoren (bv. overname van Kabel Deutschland en het Spaanse Ono door Vodafone, Ziggo door Liberty...) en sinds kort ook fusies van mobiele netwerken (vb. E-Plus – Telefonica Deutschland) of overnames van mobiele netwerken door vaste netwerkoperatoren (vb. SFR door Altice, Base door Telenet).

De verklaring voor die beweging ligt in de strategie van de grootste spelers om het aantal concurrenten tot een drietal per land/regio te beperken (wat door de concurrentie-autoriteiten ook wel aanvaard wordt) en in het succes van gebundelde vast/mobiel aanbiedingen. De voornaamste overnemers zijn Vodafone, Telefonica, Orange, Deutsche Telekom, Liberty, Altice en Iliad. Ondanks de overname van SFR door Altice-Numéricable telt de Franse markt nog steeds vier mobiele operatoren.

Het valt te verwachten dat **Bouygues** vroeg of laat de handdoek in de ring gooit en zijn telecomdivisie verkoopt, hetzij aan Iliad (die daarmee zowel zijn netwerk als zijn klantenbasis aanzienlijk zou versterken), hetzij aan Altice (die het klantenbestand zou integreren in Numéricable-SFR, maar het netwerk wellicht doorverkoopt aan Iliad). Tot nu toe zijn er nog niet zoveel oorspronkelijke nationale telecomoperatoren in buitenlandse handen beland. Het Griekse Hellenic Telecom is grotendeels al in handen van Deutsche Telekom en enkele maanden geleden werd Portugal Telecom overgenomen door (alweer) Altice.

Naar verluidt zou Deutsche Telekom recent zijn oog hebben laten vallen op **KPN** (dat na de verkoop van E-Plus en Base een pure Nederlandse speler wordt) en zou Orange eventueel geïnteresseerd zijn in **Telecom Italia**. In juni komt de deelneming van 22% van het Italiaanse bankenconsortium in Telecom Italia vrij voor verkoop. Mogelijk duikt dan een partij op die deze deelneming overneemt.

Op de Belgische telecommarkt rest de vraag wat er met **Mobistar** zal gebeuren, nu Telenet kiest voor de overname van Base. Volgens ons kan er naast Proximus en Telenet nog een derde geïntegreerde telecomgroep ontstaan door de combinatie van Mobistar en de Waalse kabeloperator Voo, een combinatie die de interesse kan lokken van huidige hoofdaandeelhouder Orange, maar ook van Altice of Iliad. Een uitkoop van Telenet door hoofdaandeelhouder **Liberty Global** is gezien de huidige hoge waardering minder waarschijnlijk geworden. Anderzijds vormt de Liberty-groep wel een ideale overnameprooi voor Vodafone (complementaire kabelactiviteiten en vast-mobiel convergentie), maar ook hier staat de al hoge waardering enigszins in de weg.

Gezondheidszorg

In 2014 moesten **Pfizer** en **Abbvie** de Europese strijdbijl begraven nadat de Amerikaanse autoriteiten de regels voor fiscale optimalisatie van deals in het buitenland strenger had gemaakt (de zogenaamde *tax inversion -deals*). Toch blijft de sector van de gezondheidszorg hoog scoren inzake overnametransacties, want ze wordt gekenmerkt door

een structureel hoge cashstroom en sterke balansen. Ondertussen hebben Pfizer (met Hospira), Abbvie (met Pharmacyclics) elk een prooi in de VS gevonden. Een overname van **AstraZeneca** is nu minder waarschijnlijk. Getipte overnamekandidaten blijven **Smith & Nephew, Shire** (ondanks diens overname van NPS), **Actelion** en eventueel **Qiagen** (maar tegen welke prijs, want het succes van Biomérieux is sterk gegroeid na de deal met Illumina). Omwille van de familiale aandeelhouderstructuur zijn **UCB** en het Duitse **Merck KGaA** minder evidente prooien, maar toch denken we dat **UCB** kans maakt (zie verder bij Belgische overnamekandidaten).

In de sector van de generische en geneesmiddelen zonder voorschrift woedt een hevige strijd rond **Mylan** en Perrigo. Wat ook de uitkomst (Teva/Mylan of Mylan/Perrigo) zal zijn, deze consolidatiegolf vergroot de druk op andere spelers, zoals **Stada**, om overgenomen te worden of zelf over te nemen. De wereldwijde prijsdruk op generische middelen mag dan al afnemen, schaal is noodzakelijk in deze activiteit met kleine marges.

Binnen de biotechnologische sector zal het altijd deals blijven regenen.

Technologie

Recent kregen we met de geplande overname van **Alcatel-Lucent** (15,6 miljard EUR) door **Nokia** al een voorsmaakje van de overnametrend binnen de sector. Hierdoor ontstaat 's werelds grootste producent van netwerkapparatuur voor de mobilofoniesector.

Nu sectorgenoot **Ericsson** zijn marktleiderschap dreigt te verliezen aan deze nieuwe groep, sluiten we niet uit dat de Zweed mogelijk een aantal kleinere overnames overweegt om de ontbrekende stukken in de strategische bedrijfspuzzel in handen te krijgen. Hierbij denken we aan producenten van IP routers (essentieel bij het internet der dingen) via het Amerikaanse **Juniper**. Naast routers denken we ook aan optische systemen zoals **Ciena** waarmee Ericsson al een samenwerkingsovereenkomst heeft.

Een aandeel dat nog niet echt in de M&A-molen zit, maar waar we een mogelijke overname zeker niet uitsluiten, is het Britse **ARM**. Met Apple als belangrijkste klant zou het niet onlogisch zijn indien deze vroeg of laat een bod overweegt. Momenteel betaalt Apple immers op elke geproduceerde iPhone en iPad royalties aan ARM. Via een overname zou het deze betalingen in eigen kas kunnen houden en bovendien meegenieten van de nieuwste chipdesigns van deze architect van het mobiele internet. Aan voldoende cash ontbreekt het Apple geenszins.

Tenslotte schuiven we ook de Franse IT-dienstverlener **Atos** naar voor als overnamekandidaat. Naast een nog steeds aantrekkelijke waardering, biedt Atos met het overgenomen Bull een interessante aanwezigheid binnen Big Data en Cyber Security.

Energie

De val van de olieprijs is telkens opnieuw een buitenkans voor de grote olie- en gasproducenten om tegen relatief lage prijzen groei te kopen. Het feit dat **Royal Dutch Shell (RDS)** (met de beste balans) BG Group (de snelste groeier) koopt, laat ons toe ons koopadvies te bevestigen. Via **BG Group**, dat geruild zal worden in 30% cash en 70% RDS-aandelen kan men onrechtstreeks RDS aankopen met een lichte korting, om dan binnen een jaar verder van het koerspotentieel van RDS te profiteren. Mocht de deal toch nog afspringen, is een tegenbod door niemand minder dan **Exxon** mogelijk.

In de VS zou **Statoil** azen op **Whiting Energy**. In Europa worden naast het Portugese **Galp**, het tweede Braziliaanse groeiverhaal na BG Group, onder meer groepen zoals **Tullow Oil** en **Africa Oil** getipt. Onder de grotere jongens wordt **BP** wel eens getipt, want er is geen staatsparticipatie in het kapitaal. Toch is een overnamepolitiek volgens ons moeilijk haalbaar. **Total-ENI**, zou zinvol zijn, waarbij Total sterk staat qua ontwikkeling en ENI qua exploratie. Grote culturele en politieke belangen staan deze fusie echter in de weg. We verwachten ook beweging bij de oliedienstenleveranciers. Bij de Nederlandse bodemonderzoeker **Fugro** is het enkel nog een kwestie van tijd voor **Boskalis** een bod uitbrengt. Momenteel bezit Boskalis al een belang van 25% en boven de 30%-drempel is een bod verplicht.
Ook bij **SBM Offshore** sluiten we niet uit dat grootaandeelhouder HAL zijn belang van 15% verder optrekt of mogelijk de groep van de beurs haalt.

Autosector

Fiat topman Marchioni ziet verdere consolidatiemogelijkheden in de autosector. Naast de afbouw van de overcapaciteit en een sterkere prijszetting, is schaalvergroting meer dan ooit aangewezen omwille van de hoge R&D-uitgaven voor de nieuwe technologische ontwikkelingen (elektrische, internet-geconnecteerde tot zelf autonoom rijdende wagens). Voor zijn groep **Fiat Chrysler Automotive (FCA)** ziet hij een toenadering tot GM wel zitten omwille van de schaalgrootte in de VS en de sterke marktposities in Azië.

Aan Europese kant is, naast FCA, vooral **PSA Peugeot Citroën** de meest logische prooi, gezien de recente doorbraak in China (in samenwerking met Dongfeng), waarmee de overcapaciteit op de Europese massamarkt aangepakt zou kunnen worden. FCA kan zowel prooi als overnemer zijn. Andere mogelijke overnemers zijn **Volkswagen** of **Ford**.

Mijnbouw

In de mijnbouwsector heeft **Glencore** (die voorheen Xstrata overnam) al interesse getoond in **Rio Tinto**, omwille van zijn kwalitatieve mijnen, schaalgrootte en omdat beide bedrijven complementair zijn (ijzererts, kolen en diamant tegenover koper, aluminium en zink bij Glencore). In een periode van lage metaalprijzen en overcapaciteit in ijzererts is het beter om een bestaande producent over te nemen dan zelf nieuwe exploratieprojecten te starten. De ijzerertsprijzen staan onder druk, waardoor de koers van Rio Tinto is teruggevallen en het bedrijf bijgevolg kwetsbaar is voor een overnamebod, zeker nu de sperperiode na de eerdere toenadering verstreken is.

Chemie

Deze sector heeft de laatste jaren een opmerkelijke herstructurering en herprofilering gekend. Met stevige balansen en een verdere focus op specialiteiten zou het ons niet verwonderen om ook hier een toenemende overnametrend te zien. De meest voor de hand liggende overnamekandidaten zijn **Arkema (door Sabic), Lanxess, Clariant, DSM (Evonik)** en **Symrise**. Binnen gewasbescherming en zaden sluiten we zeker niet uit dat Amerika opnieuw interesse toont voor het Zwitserse **Syngenta**.

Consumentengoederen

Drank

Na het mislukte informele overnamebod van **SABMiller** op het Nederlandse Heineken is de grote finale in de biersector aangebroken. Nu de koers van **AB InBev** (goede pasmunt) fors is gestegen en de balans na de schuldafbouw van de voorbije jaren terug gezond is, stijgt de kans op een volgende grote zet van de bierreus. Als ze bij hun kernmetier willen blijven, is SABMiller de meest voor de hand liggende prooi. Zij zouden samen een geografisch complementaire biergigant vormen. Hierdoor krijgt AB InBev de ontbrekende stukken in de Afrikaanse bierpuzzel in handen, kan het zijn Latijns-Amerikaans imperium verder uitbreiden naar de Andeslanden en verder doorbreken in China.

In de sector van de sterke dranken kan **Diageo** voor AB InBev een alternatieve prooi vormen om zijn aanbod buiten de biersector uit te breiden. Daarnaast zijn er nog de familiale groepen **Remy Cointreau, Bacardi en Campari**.

Huishoudproducten en cosmetica

De spelers (Beiersdorf, Henkel) hebben voorlopig de handen vol met de analyse en overname van de vele merken die P&G in de etalage heeft gezet (Wella, Sun,...). Op termijn blijven deals rond **Beiersdorf** en delen van **Reckitt Benckiser** mogelijk.

Voedingssector

Danone probeert momenteel zelf zijn positie in de zuivelsector en in China te herstellen. Mocht dit niet lukken, kan **Nestlé** interesse hebben. Nestlé moet dan wel eerst de 22% in L'Oréal verkopen. **Mead Johnson** zou dan weer klaar staan om activa die afgestoten moeten worden, op te vissen.

Media

Met de komst van nieuwe aanbieders zoals Netflix staan de TV-huizen voor grote uitdagingen. **Vivendi** heeft voor schuldopname 6 miljard euro beschikbaar voor overnames (het Italiaanse **Mediaset**?). Ook wordt meer en meer gesproken over een samengaan van **TF1** met **Prosieben**, eerst via partnerships maar mogelijk op termijn via kruisparticipaties. Tot slot speelt ook de **Bolloré** groep, die Vivendi en Havas controleert, een rol in de consolidatie van de mediasector.

Belgische overnamekandidaten

Umicore kan een aantrekkelijke prooi vormen dankzij hun technologisch leiderschap in recyclage, katalysatoren en batterijmateriaal; en de beloftevolle vooruitzichten op lange termijn (vb. groei van oplaadbare batterijen voor elektrische wagens en toenemende recyclageflows). Tot voor kort had Umicore geen controlerende aandeelhouder, maar **GBL** is sinds vorig jaar een participatie aan het opbouwen (momenteel al 13%). GBL's beleggingen eindigen doorgaans met een doorverkoop aan een overnemer.

Ook **Nyrstar, Tessenderlo en Barco** hebben sinds vorig jaar een nieuwe grote aandeelhouder (resp. Trafigura 15%, Picanol 30% en Van de Wiele 10%).De kans is reëel dat ze hun belang verder uitbouwen of zelfs een volledig overnamebod uitbrengen.

Melexis, EVS, IBA hadden we in het verleden ook al genoemd als interessant overnamedoelwit, maar dat is tot nu toe niet voltrokken. Melexis en IBA worden momenteel allicht wat te duur gewaardeerd om nog te worden overgenomen, maar EVS is na de koersdaling van vorig jaar wel wat kwetsbaarder geworden.

Binnen de defensieve aandelen in België, blijven **UCB** en **Delhaize** mogelijke doelwitten. Op de Brusselse beurs behoren ze tot de grootste marktkapitalisaties, maar binnen hun internationale sectorcontext zijn het slechts kleintjes onder de groten. Voor UCB zal 2016 met de bekendmaking van de resultaten van *megablockbuster* 'Romo' (tegen osteoporose) beslissend zijn. Potentiële overnemers zijn Amgen en AstraZeneca. Wij zetten in op dit thema via de koopaanbeveling op de moederholding **Tubize**, dat met een veel te hoge korting van meer dan 40% noteert. Wat Delhaize betreft, lijkt een scenario Delhaize-Ahold steeds plausibeler.

DE CHINESE BEURS ZET DEUR OP EEN KIER

CHINESE AANDELEN: A OF H?

Na de ondermaatse prestaties van de laatste 6 jaar nemen de Chinese aandelen een hoge vlucht. Valt die indrukwekkende opvering te rijmen met de economische vertraging? Is ze het resultaat van speculatie of van het ambitieuze hervormingsprogramma van de overheid en de hoop op nieuwe monetaire stimuli? Wij gidsen u kort door het doolhof van de Chinese aandelen.

—

Xavier Timmermans, *investment strategist PRB*

Een indrukwekkende rally

De beurskapitalisatie van de Chinese aandelen is de op een na grootste ter wereld, na de Verenigde Staten en voor Japan.

Tussen januari 2014 en midden april 2015 noteerde de hoofdindex van het Chinese vasteland – de CSI 300 -, die bestaat uit de topaandelen op de beurzen van Shanghai en Shenzen – op 97,2%. De index van de kleinere aandelen – de CSI 500 – deed het zelfs nog beter en steeg met ruim 110,5%. De index van de Chinese aandelen op de beurs van Hongkong – de HSCE of Hang Seng China Entreprises – klom in diezelfde periode daarentegen maar 34,40%. Die index telt nochtans ook aandelen van bedrijven op het Chinese vasteland, die ook op de beurs van Shanghai of Shenzen worden verhandeld. Vanwaar dan die kloof tussen de prestaties?

Eén economie, verschillende beurzen

Tot voor kort waren de A-aandelen – aandelen genoteerd op het Chinese vasteland – uitsluitend bestemd voor Chinese beleggers. Buitenlandse beleggers konden ze alleen kopen met speciale licenties en onder erg strikte voorwaarden, vooral voor de verkoop. De A-aandelen noteren op de beurs van Shanghai (vooral financiële sector) en Shenzen (vooral industrie). Sommige aandelen noteren ook in Hongkong, waar ze wel toegankelijk zijn voor internationale beleggers. Dat zijn de zogenaamde H-aandelen, ook wel *Red Ships* genoemd. De Chinese overheid heeft de beurs van Shanghai onlangs opengesteld voor buitenlandse beleggers. Chinese beleggers kregen in de herfst van 2014 toegang tot die van Hongkong, via het project 'Hong Kong – Shanghai Stock Connect'.

De H-aandelen waren altijd al duurder dan de A-aandelen, maar daar heeft de krachtige rally van de A-aandelen verandering in gebracht. Sinds begin april mogen de gemeenschappelijke beleggingsfondsen die in China gevestigd zijn, beleggen op de beurs van Hongkong, met een stormloop op de H-aandelen als gevolg. Dat leidde midden april bij de H-aandelen tot een verlaging van de onderwaardering tot 20%.. Recent besloten de Chinese autoriteiten ook de arbitrage tussen A- en H-aandelen te vereenvoudigen, waardoor men short kan gaan met A-aandelen. Dat was vroeger nagenoeg onmogelijk en verklaart waarom er zo lang premies en kortingen waren.

Groeivertraging en structurele hervormingen

Hoe komt het dat de beurzen zo goed presteren terwijl de economische groei afneemt en het land met een grote schuldenberg zit? Na een gemiddelde toename van 9% in de voorbije 30 jaar is de Chinese groei in het eerste kwartaal van 2015 namelijk vertraagd tot 7% tegenover het eerste kwartaal van 2014. De sterke stijging van de afgelopen jaren heeft geleid tot een overinvestering in vastgoed en een enorme industriële overcapaciteit. De Chinese overheid zag dat snel in en lanceerde een ambitieus programma om over te schakelen van een exportgerichte economie (want afhankelijk van wereldconjunctuur) naar een economie gericht op binnenlandse consumptie en diensten.

Om de conjunctuurvertraging tegen te gaan, besliste de Chinese centrale bank haar rentes geleidelijk aan te verlagen en mogen de banken hun verplichte reserves verkleinen. Die maatregelen moeten de kredietverlening bevorderen. Om de vastgoedmarkt aan te zwengelen, versoepelde de regering in Peking de regels die waren ingevoerd in de strijd tegen speculatie. Zo kunnen de Chinezen bijvoorbeeld weer makkelijker een tweede woning kopen. Met een omvangrijk investeringsprogramma voor infrastructuurwerken wil de Chinese overheid bovendien de werkgelegenheid stimuleren.

Door de daling van de inflatie – onder andere als gevolg van de lagere grondstofprijzen – kon de Chinese centrale bank haar rentes en verplichte reserves voor de banken verder verlagen. Die speelruimte verklaart waarom slecht economisch nieuws goed wordt onthaald op de Chinese beurzen, omdat het de hoop op nieuwe monetaire stimuleringsmaatregelen vergroot.

Meer risicokapitaal, minder speculatie

De Chinese regering zet in op gunstige maatregelen voor de financiële sector en de beursmarkt omdat ze financieringen met risicokapitaal verkiest boven financieringen met schulden. Zowel bij de lokale autoriteiten als de ondernemingen is de schuldenberg immers torenhoog geworden. De regering wil ook de strijd aanbinden met financiële buitenbalansvehikels, die weinig transparant en illiquide zijn.

Chinese particuliere beleggers zijn evenwel speels en geneigd tot speculeren. Dat zien we duidelijk in de explosieve toename van de *margin accounts*, rekeningen waarmee men geld kan lenen om aandelen te kopen die als onderpand dienen voor de terugbetaling. Het totaalbedrag van die *margin accounts* bedraagt meer dan 3% van de Chinese beurskapitalisatie en meer dan het hoogste niveau dat ooit is bereikt in de Verenigde Staten.

Conclusie

Na de recente beursrally zijn de A-aandelen duur geworden. Op korte termijn zou de conjunctuurvertraging moeten wegen op de vooruitzichten voor de winstgroei van de ondernemingen. De Chinese overheid pakt de problemen van overinvestering en overmatige schulden slim aan door haar aandelenmarkten te ontwikkelen en open te stellen voor internationale beleggers. Die hebben niet of nauwelijks kunnen profiteren van de recente stijging en hebben wereldwijd eerder weinig Chinese aandelen in portefeuille. De appetijt zal in de komende jaren echter sterk toenemen. Op dit moment geven wij de voorkeur aan de H-aandelen op de beurs in Hongkong, die aantrekkelijker gewaardeerd zijn.

Wilt u nog meer weten over de economische actualiteit?

Markets Daily

Dagelijkse marktanalyse

Markets Weekly

Korte analyse en strategische aanbevelingen

Blog Philippe Gijsels

Philippe Gijsels geeft zijn kijk op de financiële actualiteit

MEER WETEN?

www.bnpparibasfortis.be/privatebanking,
Kies voor een of meer publicaties onder 'Strategie en markten'.

BNP PARIBAS FORTIS
PRIVATE BANKING