



Glem kinesiske aktier!

De aktier, investorer lettest kan investere i, har kedelige udsigter, og aktierne på fastlandet svarer mest af alt til et kasino.

Fastlandet
ramt af
aktieboble ● ● ●

Begrænset
effekt på
kinesisk vækst ● ● ●

Ingen trussel
mod global
stabilitet ● ● ●

Fokusér i
stedet på
Europa og Japan ● ● ●

Glem kinesiske aktier!

De seneste måneders kursfald på kinesiske aktier ændrer ikke ved, at aktierne på det kinesiske fastlandsmarked i vid udstrækning er for dyre og markedet for uigennemsigtigt. Aktierne i Hongkong er mere fair prissat, men til gengæld giver fremtidsudsigterne ingen grund til optimisme som investor.

Kina trækker store overskrifter i øjeblikket. Den økonomiske vækst skuffer for fjerde år i træk, men det er i sandhed det kinesiske aktiemarked, der tiltrækker sig mest opmærksomhed. En fordobling på under et år efterfulgt af voldsomme kursfald de seneste par måneder er nok til at rejse en masse spørgsmål:

Får det internationale konsekvenser? Vil det påvirke den allerede svage kinesiske vækst? Er en kinesisk finansiel krise på vej? Hvis du er træt af at høre om Kina, får du her vores ultrakorte svar på de tre spørgsmål: Nej, nej og nej. Hvis du vil vide hvorfor, så læs videre ...

Der er ikke ét kinesisk aktiemarked. Der er mange!

First things first - det første centrale budskab er, at der er stor forskel på fastlandsaktierne og aktier noteret i Hongkong. Der er tale om to vidt forskellige markeder:

Det kinesiske fastlandsmarked er stort set lukket land for internationale investorer gennem restriktioner for kapitalbevægelser ind og ud af landet. Små skridt mod åbning er taget og vil fortsætte, men det er endnu meget tidligt processen. Og allerede her finder vi en del af svaret på, hvorfor vi som internationale investorer ikke behøver at bekymre os om fastlandsaktierne, som er dem, der især er faldet i kurs de seneste måneder:

På fastlandet er der groft sagt to store aktiemarkeder - Shanghai og Shenzhen. Sidstnævnte har endda en Nasdaq-lignende børs, ChiNext, for nye hurtigtvoksende selskaber i specielt it-sektoren. Da det brede marked i hhv. Shanghai og Shenzhen toppede i juni, handlede aktierne med kurser målt mod det seneste års indtjening (P/E) på hhv. 26 & 77. Da ChiNext toppede, lå P/E på vanvittige 130. Til sammenligning handler amerikanske og europæiske aktier pt. på P/E-værdier omkring 20.

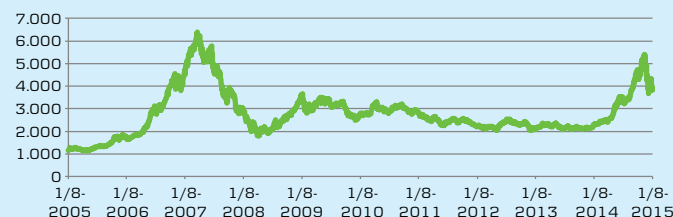
Endvidere er det vigtigt at huske på, at kinesiske banker fylder en stor del af markedet, og at de er prissat meget lavt, fordi stort



Af Bo Bejstrup Christensen,
chefanalytiker i Danske Invest

30 pct. fald efter voldsom kursstigning

Siden toppen i juni er de kinesiske fastlandsaktier i Shanghai på mindre end to måneder faldet omkring 30 pct. De foregående 12 måneder var indekset dog steget 152 pct.



Kilde: Shanghai SSE A-Share Index, Macrobond pr. 01.08.2015. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Afkast kan blive negative.

set ingen mennesker ved, hvordan de fremtidige indtjeningsudsigter ser ud som følge af de seneste års voldsomme udlånsboom. Således handlede ikke-finansielle virksomheder i fx Shanghai, da markedet toppede, på P/E-værdier tættere på 40. Kort sagt er der tale om en aktieboble - dog af forskellige proportioner:

Yderligere aktiekursfald forude

De brede fastlandsmarkeder er faldet 20-30 pct. fra toppen i juni. Trods dette fald er der efter vores vurdering stadig tale om et dyrt og overvurderet marked, hvorfor prisfastsættelsen alene taler for yderligere aktiekursfald. Dertil kommer kedelige udsigter for Kinas økonomi. Vi mener, at den økonomiske vækst er tiltaget i 2. kvartal på baggrund af en moderat lempelseskampagne. Væksten er tilbage over 6 pct., og det er rigeligt til at skabe det antal job,

DET KINESISKE AKTIEMARKED

”Der er mildest talt ikke tale om et almindeligt marked. Det alene bør skræmme langsigtede investorer væk.”

der skal til for at sikre den sociale stabilitet.

I takt med at Kinas økonomiske vækst bliver mere og mere serviceorienteret, bliver den også mere arbejdskrafttung. Således skabte Kina ifølge Verdensbanken ca. 12 millioner nye job i byerne ved en BNP-vækst på 11 pct. i 2010. Sidste år blev der skabt 13 millioner job i byerne ved en vækst på lidt over 7 pct.

Dermed er der ikke grund til at stimulere væksten mere, og vi vurderer, at lempelseskampagnen er slut. Og det samme gælder perioden med tiltagende vækst.

Dertil kommer, at Kina fortsat kæmper med en langvarig afmatning på boligmarkedet, der vil vare flere år endnu. Fokuserer vi igen på de brede aktiemarkeder på fastlandet, er de domineret af de ”gamle” sektorer som fx banker og tung industri. Netop disse sektorer får det allersværest under relativt lav overordnet vækst og direkte recession i mange byggerelaterede sektorer.

Kort sagt mener vi, at udsigterne for fastlandsaktierne er dystre med en høj prisfastsættelse og kedelige udsigter for indtjeningsvæksten. Dertil kommer, at selve markedsdynamikken er usædvanlig mudret. Der er tale om et marked, hvor gennemsigtheden er meget lav, og hvor regeringen fra tid til anden forsøger at spille en rolle. I løbet af foråret forsøgte offentlige instanser at bremse markedets himmelflugt ved bl.a. at tillade flere nye selskaber på

børserne og via en hård kampagne mod nogle af de børsmægler-selskaber, der tilbyder investering for lånte midler – en aktivitet, der er fordoblet over de seneste 12 måneder. Da markedet begyndte at falde drastisk i midten af juni, vendte myndighederne på en tallerken og har blandt andet blokeret for nye børsintroduktioner, suspenderet handel med op til 50 pct. af aktierne og måske endda faciliteret lån fra den kinesiske nationalbank til aktieopkøb via offentlige instanser.

Kort sagt – der er mildest talt ikke tale om et almindeligt marked. Det alene bør skræmme langsigtede investorer væk. Men nu til sagens kerne...

Hvorfor så bare ignorere kinesiske aktier?

Får vi ret i, at der kommer yderligere prisfald i fastlandsaktierne, fordrer det straks tre afgørende spørgsmål. Vil det påvirke resten af verden? Den kinesiske vækst? Og den kinesiske stabilitet?

Vores svar er nej (med et lille ”men”). Kina har de sidste par år kæmpet med tømmermændene fra et gevaldigt udlånsboom. De seneste to år har centralregeringen anført af den absolutte politiske top sat alt ind på dels at få udlånsvæksten ned i gear og dels at rydde op i de mange dårlige lån. Kort sagt at sikre den finansielle stabilitet.

Således er der fx de seneste måneder brugt op mod 100 milliarder dollar på at rekapitalisere en af de statsejede banker, China Development Bank, som har været en af drivkræfterne bag den ekstreme långivning. Interessant nok kommer en stor del af dette beløb højst sandsynligt fra salg af amerikanske statsobligationer. Og trods den voldsomt forøgede aktivitet i udlån til investering

Dyre nøgletal for kinesiske fastlandsaktier

De kinesiske aktier noteret i Shenzhen er trods de seneste måneders kursfald stadig højt prissat målt på både P/E og K/I (kurs/indre værdi). Fastlandsaktierne i Shanghai handles umiddelbart på et mere fornuftigt niveau på 18,5, men det relativt lave tal skyldes, af kinesiske banker, der fylder en stor del af markedet, er meget lavt prissat på grund af uklare indtjeningsudsigter.

Aktietype	Navn på indeks	P/E	K/I
Kina, fastlandsaktier, Shanghai	SHANGHAI SE COMPOSITE	18,5	2,2
Kina, fastlandsaktier, Shenzhen	SHENZHEN SE COMPOSITE IX	50,4	4,5
Kina, fastlandsaktier, vækstbørs, Shenzen	ChiNext Composite Index	95,6	10,4
Kina, aktier noteret i Hongkong	MSCI CHINA	10,3	1,4
Amerikanske aktier	MSCI USA	19,3	2,9
Amerikanske aktier, Nasdaq Composite	NASDAQ COMPOSITE INDEX	30,3	3,7
Amerikanske aktier, Nasdaq 100	NASDAQ 100 STOCK INDX	23,1	4,7
Europæiske aktier	MSCI EUROPE	23,0	1,9

DET KINESISKE AKTIEMARKED

”Udsigterne for fastlandsaktierne er dystre med en høj prisfastsættelse og kedelige udsigter for indtjeningsvæksten.”

nansielle aktiver (op mod 4.000 mia. dollar), har Kina midlerne til at forhindre en finansiel krise, hvis aktiemarkedet skulle fortsætte med at falde.

Og trods mediernes historier om, at alle kinesere og deres bedsteforældre har investeret i aktiemarkedet, så viser en stor undersøgelse fra første kvartal i år (omtalt i Financial Times), at kun omkring 6 pct. af kinesiske husholdninger ejer aktier.

I USA er det tilsvarende tal 55 pct. Og ejerskabet blandt kineserne synes meget koncentreret. Således ejer 70 pct. af de såkaldte ”individuelle investorer” kun aktier for op til 16.000 dollar hver. Det svarer til, at 2/3 af investorerne ejer mindre end 5 pct. af aktiemarkedet.

Kort sagt – tabene er koncentreret på få hænder, og Kina kan begrænse følgeeffekterne. Dermed er vores vurdering, at effekterne på den kinesiske vækst vil være marginal.

Det bringer os videre til de internationale konsekvenser, og her kommer de Hongkong-listede aktier ind i billedet. Det er netop disse aktier, som langt de fleste internationale investorer ejer, og disse aktier er i en helt anden liga. Ved udgangen af juli handlede de således på en P/E på under 11. Målt på Kurs/Indre Værdi – altså prisen for en kronens egenkapital i selskaberne – handlede de på ca. 1,4 mod tæt på 3 i USA. Kort sagt – det er ikke en boble.

Og selvom vi også vurderer, at indtjeningsudsigterne her er kedelige, er risikoen for tab noget mere begrænset end ved de stadig dyre fastlandsaktier. Og da det internationale ejerskab af fastlandsaktierne fortsat er begrænset, vurderer vi samlet set, at påvirkningen på global vækst og global finansiel stabilitet vil være en bagatel.

på aktiemarkedet er vores mest pessimistiske estimat, at denne form for långivning maksimalt udgør 10 pct. af aktiverne i det finansielle system – dermed er problemet til at håndtere i størrelse. Givet at centralbanken de seneste år har vist sig villig til at sikre den finansielle stabilitet via gentagne likviditetstilførsler, og givet Kinas monstrøse beholdning af udenlandske fi-

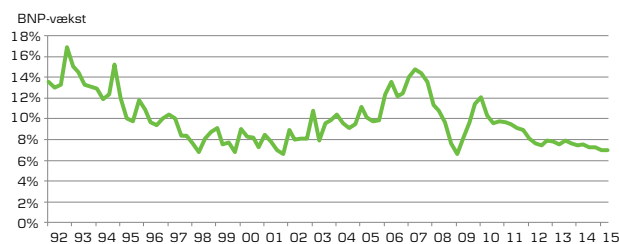
Men der må være et ”men”...

Ja. Som altid er der et (lille) ”men”. De globale aktiemarkeder står lige nu i en prekær situation. Væksten i Europa er aftagende, USA leverer snart den første renteforhøjelse i næsten 10 år på et tidspunkt, hvor væksten topper ud, og råvarepriserne falder. I sådan en situation skal der ikke meget til at flytte på markederne, og her spiller de kinesiske fastlandsaktier selvsagt en rolle. Overskrifter om store kursfald i Kina flytter på stemningen på de globale markeder.

Men vores hovedbudskab til langsigtede investorer er: Glem de kinesiske aktier! De aktier, investorer lettest kan investere i, har kedelige udsigter, og aktierne på fastlandet svarer mest af alt til et kasino. Fokuser i stedet på europæiske og japanske aktier. Det gør vi!

Kinas væksteventyr er fortid

Kina lå i lange perioder i 1990'erne med en BNP-vækst over 10 pct., og også op til finanskrisen var væksten høj og toppede i 15 pct. i første kvartal 2007. Efter et dyk omkring finanskrisen kom væksten tilbage, men er faldet støt siden 2010 – og efter vores vurdering er den reelle kinesiske vækst faktisk lavere end de seneste officielle væksttal på 7 pct. Samtidig forventer vi umiddelbart ingen stigninger i den kinesiske vækst fremadrettet.



Kilde: Macrobond, ændringer år til år i faste priser opgjort hvert kvartal. Data pr. 31.07.2015.

Danske Invest har udarbejdet dette materiale til orientering. Du opfordres til at drøfte eventuelle dispositioner på baggrund af materialet med din investeringsrådgiver.