



PRICING POWERRRRR



door Marc Langeveld

Het seizoen van de winstwaarschuwingen is in volle gang met winstalarmen door onder meer Air France-KLM, Lufthansa, Aer Lingus, BAM, Fugro, PGS en Erste Bank. Wat opvalt, is dat veel waarschuwingen reppen over bedrijfsspecifieke redenen. Zo hebben Air France-KLM en Lufthansa op de korte afstanden last van prijsdruk veroorzaakt door prijsvechters zoals Easyjet, Vueling en Ryanair, terwijl op de lange afstanden pijn wordt geleden door sterke en oneerlijke concurrentie uit de Emiraten (Emirates en Etihad). De luchtvaart is geen *level playing field* en een nieuwe ronde kostenbesparingen lijkt het enige wat ze in Parijs en Frankfurt nog kunnen bedenken.

Fugro en PGS klagen over veranderend klantengedrag waarbij de grote oliemaatschappijen pragmatischer alle investeringen in, met name, exploratie tegen het licht houden. De druk bij de Shells en Totals van deze wereld om hun reserves tegen elke prijs aan te vullen lijkt minder hoog dan een aantal jaren geleden. Elk project moet gewoon voldoen aan een minimaal rendement, waarbij het projectrisico ook nog deels wordt achtergelaten bij de toeleveranciers zoals Fugro en PGS. Deze partijen, die vooral in een investeringsmodus zaten, zullen dus hun organisaties aan de nieuwe realiteit moeten aanpassen en dit kost tijd en – belangrijk voor beleggers – vooral veel marge.

BAM zou langzamerhand het licht aan het einde van de tunnel moeten gaan zien, maar was toch genoodzaakt om een winstalarm af te geven. BAM heeft last van een aantal legacyprojecten die in het verleden onder druk tegen te schrale marges en met te grote risico's zijn verworven. De bouwmarkt trekt weliswaar voor het eerst in vele jaren aan, maar er zitten nog steeds uit te voeren projecten in het orderboek tegen te lage marges en waarvoor BAM deels de hulp moet inschakelen van onderaannemers en deze onder-aannemers benutten de aantrekkelijke markt om de prijzen te verhogen.

De rode draad bij alle hierboven genoemde winstwaarschuwingen is het gebrek aan *Pricing Power*. In een gefragmenteerde en aantrekkelijke markt met (te) veel in een survival-mode acterende aanbieders zijn de aanbieders gedwongen om te investeren in capaciteit en mensen, maar niet in staat om hogere kosten en prijzen door te rekenen. Bedrijven die in een oligopolistische markt acteren met slechts een paar aanbieders en met hoge toetredingsbarrières, hebben hier geen last van en zijn in staat om ook in barre tijden een sterke kasstroom te genereren en hiermee een gezond en vaak stijgend dividend uit te betalen. Voor een beste kans op rendement zou uw portefeuille in deze fase dus vooral moeten bestaan uit deze laatste categorie aandelen.

mie. Schaduwbanken in China zijn nauwer verweven met reguliere banken dan in de westerse wereld. Ook Paddy Hirsch zegt vooral over China bezorgd te zijn: "Het is een heel ander soort schaduwbankieren dan in de westerse wereld. Het is veel minder institutioneel geld dat ermee is gemoeid. Het gaat om een enorme sector aan private kredietverstrekkers waar weinig informatie over voorhanden is. Het gaat vaak om woekeraars met bijna criminele rentepercentages. De schimmige sfeer die rond het woord schaduwbankieren hangt, is wat betreft China wel terecht."

LOSSTAAND UNIVERSUM

Het goede nieuws voor het westen is volgens Hirsch dat China als economisch universum min of meer losstaat van de westerse wereld. "Het omvallen van partijen in China hoeft niet te betekenen dat westerse financiële instellingen geïnfected worden." Maar de Canadese econoom William White is het daar niet mee eens. De schaduwbanksector in China heeft volgens hem overeenkomsten én verschillen met de westerse wereld. "In de kern komt het op hetzelfde neer: geld uitlenen op een ongereguleerde manier na het ontwijken van toezicht."

White meent dat problemen in het schaduwbanksysteem in China met zijn vertakkingen naar het vastgoed en de industrie makkelijk kunnen overslaan naar de rest van de wereld. "Het wereldwijde financiële systeem is nog altijd sterk verweven, al zie je dat niet aan de oppervlakte." White waarschuwt dat China geen geïsoleerd universum is. "Het omvallen van kredietverstrekkers en terugval van de Chinese economie kunnen zo een sneeuwbal aan het rollen brengen. Overal waar ik kijk in de wereld zie ik kwetsbare economieën waar krediet heel goedkoop is en in het geval van Amerika de beurswaarderingen heel hoog. Het vuurtje kan zo aangewakkerd worden en dan zullen problemen zich overal manifesteren."



toriteiten zetten ze volgens Fisher onder druk om de hoeveelheid leningen in te perken. Het Institute of International Finance (IIF) schreef in een notitie in april "stappen in de goede richting" te zien, maar nog geen "alomvattende strategie".

De wereldwijde economie zal de komende jaren hongerig zijn naar krediet. Banken zullen dat lang niet allemaal voor hun rekening kunnen nemen. Volgens Standard & Poor's zal er tussen nu en 2018 wereldwijd 60 biljoen dollar aan nieuwe financiering nodig zijn bij bedrijven. Banken kunnen niet meer dan de helft van deze kredieten leveren. Bedrijven zullen moeten aankloppen bij obligatiebeleggers en niet-bancaire kredietverstrekkers zoals schaduwbanken. Volgens S&P zal de grootste kredietbehoefte van Chinese bedrijven komen. Tussen nu en 2018 zal het gaan om 20 biljoen dollar, aldus de kredietbeoordelaar. Dat is een derde van de wereldwijde behoefte aan herfinanciering en nieuwe leningen.

NOODKLOK

De Britse centrale bankgouverneur Mark Carney heeft een aantal keren de noodklok geluid over de opmars van schaduwbanken in China en de risico's voor de wereldecono-