

Financieel bericht

Derde dinsdag in september

De belegger zal aan de op Prinsjesdag gepresenteerde stukken weinig positieve aanknopingspunten kunnen ontlenen. De grote onzekerheden op internationaal-politieke en economische vlak hebben hun weerslag op zowel de Macro Economische Verkenning als de Miljoenennota. In beide stukken wordt uitgegaan van een gunstig verloop van de ontwikkeling in het Midden-Oosten, getuige de verwachting voor de olieprijs, die na een gemiddeld niveau van tegen de \$ 25 voor de rest van dit jaar, voor volgend jaar op circa \$ 22 per vat is gezet. Desondanks roept het beeld, dat met een hogere olieprijs alleen maar negatiever kan uitvallen, zorgen op.

Weliswaar kan de minister van Financiën een begroting presenteren met een conform het regeerakkoord tot 4 3/4% gereduceerd financieringstekort, maar de hiertoe genomen maatregelen zijn slechts voor een zeer beperkt deel structureel van aard. Daarmee wordt bij voorbaat een zware wissel op de toekomst getrokken, terwijl de heersende onzekerheden juist om een voorzichtige opstelling vragen.

Miljoenennota

Tegenvallers verzwaren problemen

Nauwelijks aangeleden werd de regering Lubbers/Kok al geconfronteerd met een aantal tegenvallers dat met name voor 1991 dreigde. Door deze tegenvallers, door hun veronderstelde incidentele karakter aangeduid als de 'hobbelproblematiek', dreigde bij voorbaat het financieringstekort 0,8% te hoog uit te vallen. Sindsdien hebben zich nieuwe tegenvallers voorgedaan. In de eerste plaats werd in het regeerakkoord uitgegaan van de toenmalige CPB-raming voor de kapitaalmarktrente van 6%. Inmiddels is deze opgelopen tot 9% waardoor de rentelasten alleen al in 1991 f 800 miljoen hoger uitvallen. Daarnaast overschrijden de uitgaven voor onderwijs de ramingen met f 1 mrd., terwijl de WIR, hoewel minder dan aanvankelijk gevreesd, een forse tegenvaller oplevert. Naast overschrijdingen bij de uitgaven wordt de regering geconfronteerd met achterblijvende belastingopbrengsten, waar de tegenvallers bij

de inkomstenbelasting (f 1,4 mrd.), vennootschapsbelasting (f 1,4 mrd.), dividendbelasting (f 0,6 mrd.) en overige belastingen (f 0,3 mrd.) de meevaller bij de loonbelasting (f 1,7 mrd.) ruimschoots overtreffen. Dankbaar accepteert het kabinet op de valreep dan ook de met de gestegen olieprijs samenhangende meevaller in de aardgasbaten van f 900 miljoen, zonder zich te beraden over een betere aanwending van deze meevaller.

Nieuw beleid

Het al bij de start van het kabinet dreigende gat in 1991 is mede een gevolg van de bij het regeerakkoord overeengekomen beleidsintensivering die in 1991 van kracht zouden worden (zie tabel 1). In de loop van het jaar zijn daar enkele nieuwe maatregelen bijgekomen. Wat betreft de arbeidsvoorwaarden in de collectieve sector en de koppeling van de sociale uitkeringen vergt de aanpassing aan de gemiddelde contractloonstijging van 3% in de marktsector in 1991 f 5,2 mrd., f 1,3 mrd. meer dan was voorzien in de Startbrief waar nog van een 2,5% loonstijging was uitgegaan. In de inkomenssfeer zijn het vooral maatregelen ten behoeve van de zorgsector en het onderwijs die tot extra uitgaven leiden. Bij het hoofdstuk leefbaarheid vergen nieuwe maatregelen uit het Nationaal Milieu beleidsplan-plus bijna f 500 miljoen, terwijl voorts de kustverdediging en de criminaliteitsbestrijding extra uitgaven vragen.

Ombuigingen

Om bij bovengenoemde tegenvallers en beleidsintensivering toch de in het regeerakkoord neergelegde daling van het financieringstekort tot 4 3/4% te kunnen realiseren stelt het kabinet een bedrag van f 7 mrd. aan ombuigingen voor, waarvan f 6,6 mrd. bijdraagt aan de verkleining van het financieringstekort (zie tabel 2). Mede doordat de bij het aantreden van het kabinet gesignaleerde 'hobbelproblematiek' als incidenteel werd gezien, is een groot deel van de nu voorgestelde maatregelen eveneens incidenteel van aard. De structurele maatregelen dragen voor f 2,3 mrd. bij aan de tekortreductie. Het gaat hierbij onder andere om het niet doorgaan van de prijsbijstelling, een 1% daling van de defensie-uitgaven en een korting van 1% op de meeste subsidies. Daarnaast worden de btw-tarieven voor notarissen opgetrokken naar het normale tarief. De overige maatregelen zijn grotendeels incidenteel van aard. Wat betreft de AKW zal de regering, daarbij gebruikmakend van de meevallende uitgaven in 1990, de afdracht over het eerste kwartaal 1991 uitbetalen in het laatste kwartaal van dit jaar, waarmee de problemen voor volgend jaar met f 1,5 mrd. worden verlicht. Overigens zet het kabinet hiermee de lijn door die het vorige kabinet in de miljoenennota 1990 heeft geïntroduceerd. Daarnaast zal de verhoging van de voorlopige aanslagen voor de vennootschapsbelasting worden gecontinueerd en wordt de verkoop van f 1 mrd. aan staatsdeelnemingen gepland. Tenslotte zal de indexering

De afdracht over het eerste kwartaal 1991 uitbetalen in het laatste kwartaal van dit jaar, waarmee de problemen voor volgend jaar met f 1,5 mrd. worden verlicht.

Tabel 1. Overzicht beleidsintensivering 1991 (in mln. gulden)

	Miljoenennota	Startbrief
Arbeidsvoorw. collectieve sector	2.390	1.695
Koppeling sociale uitkeringen	2.825	2.225
Maatregelen in inkomenssfeer	474	180
Werkgelegenheidsbeleid	506	188
Leefbaarheid	2.917	2.210
Overige maatregelen	812	363
Totaal	9.924	6.861
waarvan rijksbegroting	7.131	4.562

Financieel bericht is ontleend aan de tweewekelijkse publikatie *Beleggen met Van Lanschot* van F. van Lanschot Bankiers N.V. te 's-Hertogenbosch.

Tabel 2. Overzicht tekortbeperkende maatregelen (in mln. guldens)

	1991	1994
Structureel		
Prijsbijstelling	1396	1422
Defensie	265	265
Subsidies	171	171
Efficiency maatregelen	75	300
Overige maatregelen	<u>426</u>	<u>642</u>
	2333	2800
Indexering AOW/AWW	577	1102
Sociale zekerheid/Zorgsector	367	387
Niet structureel		
Kasverschuiving rijksbijdrage AKW	1550	-
Voorlopige aanslag Vpb	1000	-
Verkoop staatsdeelnemingen	<u>1000</u>	<u>-75</u>
	3550	-75
btw advocaten en notarissen	<u>140</u>	<u>150</u>
Totaal	6967	3364

van de rijksbijdrage AAW/AWW achterwege worden gelaten, hetgeen echter wel leidt tot een overeenkomstige verhoging van de premiedruk.

Meerjarenbeeld vol risico's

De regering constateert zelf dat het meerjarige budgettaire totaalbeeld tot zorg stemt. Overeenkomstig de door het kabinet gestelde prioriteiten vertoont een aantal beleidsterreinen (inkomensbeleid, infrastructuur, werkgelegenheid en milieu) een relatief sterke groei, maar ook externe factoren als de gestegen rente veroorzaken extra uitgaven. Daarmee stijgen de uitgaven de komende jaren sneller dan de geraamde inkomsten.

Genoemde ontwikkeling leidt ertoe dat het in de meerjarenramingen voorziene begrotingstekort niet afneemt conform de in het regeerakkoord neergelegde doelstelling. Het kabinet neemt zich voor om begin volgend jaar te bezien of additionele maatregelen moeten worden genomen. Tegelijkertijd wijst het kabinet erop dat de meerjarencijfers forse risico's bevatten voor zowel de uitgaven als de inkomsten. Wat betreft de uitgaven liggen de risico's vooral bij de open-einderegelingen, die gevoelig zijn voor economische ontwikkelingen, en bij de EG-afdrachten waar, ondanks de opwaartse druk op de uitgaven in verband met de ontwikkeling in Oost-Europa, uitgegaan wordt van handhaving van het huidige afdrachtenplafond. Daarnaast realiseert de regering zich dat het vasthouden aan de renteprognose van 6% uit de tijd van het regeerakkoord grote risico's met zich meebrengt. Stabiliseert de rente zich op het huidige niveau dan stijgen de rentelasten tot 1995 niet met f 3 mrd., maar met f 7 mrd. Aan de inkomstenkant zijn niet alleen de aardgasbaten gevoelig voor externe ontwikkelingen maar evenzeer de belastingopbrengsten, die eveneens nog gebaseerd zijn op de macro-economische vooruitzichten van het CPB ten tijde van het regeerakkoord en die aanmerkelijk positiever waren dan die van nu.

Raad van State zeer kritisch

De Raad van State laat zich in haar advies ongekend kritisch uit over de gepresenteerde Miljoenennota. Terugkijkend naar de afgelopen jaren constateert de Raad dat, ondanks het gunstige economische klimaat, de inkomensoverdrachten bij ons zijn toegenomen en de investeringen in de infrastructuur zijn achtergebleven. Nog zwaarder tilt de Raad echter aan het feit dat met de heersende onzekerheden voor de boeg niet een begroting is opgesteld die

minder kwetsbaar is voor de gesignaleerde risico's. Zij meent dat het kabinet in feite een zware wissel trekt op de besluitvorming in de toekomst. De Raad betreurt dat de genomen maatregelen niet van meer structurele aard zijn en dat, voor zover zij wel als zodanig zijn gepresenteerd, zij beleidsmatig niet meer zijn onderbouwd. De Raad vreest dat de beoogde terugdringing van het financieringstekort alleen te realiseren zal zijn door middel van lastenverzwaringen. In dit licht betreurt de Raad dat de uit de ontwikkeling in de Golf voortvloeiende meevaller in de aardgasbaten niet is ingezet voor een reductie van de staatsschuld, maar is gebruikt om, in lijn met de fout uit de jaren zeventig, tegenvallers te compenseren.

Begrotingsdiscipline ter discussie

Hoewel de regering in de Miljoenennota ruim aandacht besteedt aan versterking van het financiële management, kan niet anders worden geconstateerd dan dat het met de begrotingsdiscipline de verkeerde kant uitgaat. De door de regering voorgestelde maatregelen liggen voor een deel weliswaar in het verlengde van de door het vorige kabinet geïntroduceerde kunstgrepen, maar, in de wetenschap dat volgend jaar een groei van het tekort dreigt met 1%, had de regering de hobbelproblematiek met structurele maatregelen moeten oplossen. Daarnaast lijkt het erop dat de omvang van de totale problematiek niet volledig onder ogen is gezien. Tegenvallers op de onderwijsbegroting zijn voor circa f 0,5 mrd. opgevangen door de verzelfstandiging van de studiefinanciering (onder garantie van het Rijk), en tegenvallende winst van De Nederlandsche Bank is gecompenseerd door het instellen van een interimdividend. Tenslotte heeft de Raad van State volstrekt gelijk als zij stelt dat het met de heersende onzekerheden niet verantwoord is een begroting te presenteren die zo gevoelig is voor hier en daar bijna vaststaande risico's. Dit geldt niet alleen voor het vasthouden aan de inmiddels achterhaalde renteprognose, maar bij voorbeeld ook voor de voor 1992 en volgende jaren verwachte loonstijging van slechts 2%.

Met de gepresenteerde begroting is de noodzakelijke besluitvorming naar de toekomst verschoven. Met uitzstel kan de besluitvorming alleen maar pijnlijker worden, al was het alleen maar omdat de besluiten dan hoogstwaarschijnlijk genomen moeten worden in een moeilijker economisch klimaat.

Macro Economische Verkenning

De groei van de Nederlandse economie zal in 1991, na enkele jaren van hoogconjunctuur, terugvallen naar een gematigder tempo. Het CPB raamt voor komend jaar een groei van 2 1/2%, na een groei van 3 1/4% over het lopende jaar. De schattingen zijn, als gevolg van de crisis in de Golf, echter met grote onzekerheden omgeven. Aan de centrale projecties van het CPB ligt, wat deze onzekerheden betreft, een optimistisch scenario ten grondslag, getuige het uitgangspunt dat de prijs van olie gedurende de rest van dit jaar tegen de \$ 25 per vat en volgend jaar gemiddeld rond \$ 22 per barrel zal liggen. De risico's liggen derhalve aan de benedenzijde van de projectie.

Internationaal uiteenlopende groei

De Golfcrisis maakt ook de vooruitzichten voor de internationale conjunctuur onzeker. Wel accentueren de hogere olieprijsen de zich dit jaar steeds sterker aftekenende tweedeling in economische groei tussen de economische grootmachten. Enerzijds tonen de Amerikaanse en Britse economie een uiterst zwakke groei, terwijl anderzijds Japan en West-Duitsland een voortvarende ontwikkeling doormaken. De Amerikaanse economie heeft naast de

structurele problemen van te lage besparingen en ontoereikende investeringen bij zowel de bedrijven als in infrastructuur en scholing, thans ook nog te kampen met een zwakke ontwikkeling van de binnenlandse bestedingen. De consumptie neemt nog licht toe, maar afnemende bedrijfswinsten en een dalende capaciteitsbezetting doen de investeringen stagneren. Wel kunnen dankzij de gedaalde dollar de exporten met 10% toenemen. Het CPB ziet nauwelijks mogelijkheden voor de Amerikaanse overheid om de groeivertraging tegen te gaan. Vanuit de begroting mag een dergelijke stap niet worden verwacht, terwijl het de Fed bij de onder een opwaartse druk staande inflatie aan speelruimte ontbreekt. Het CPB vreest dat de VS alsnog de prijs moeten betalen voor de enorme bestedingsdrang van de jaren tachtig.

In Japan zal de economie na een groeiversnelling tot 5 1/2% dit jaar volgend jaar met 4 1/2% groeien. Wel zal door hogere invoerprijzen en loonkosten vooral bij het op het binnenland georiënteerde bedrijfsleven de winstgroei onder druk staan. Daardoor en door de gestegen rente loopt de groei van de investeringen terug van 15% tot ruim 5%. Dankzij de gedaalde yen kan de groei van de export aantrekken, ondanks een afvallende export naar de VS.

Voor de EG wordt een lichte afzwakking van de groei tot 3% verwacht, iets beter dan het OESO-gemiddelde. De ontwikkeling in Duitsland, waar de eenwording zorgt voor een autonome groei-impuls, draagt hier in niet onbelangrijke mate aan bij. De groei in de Bondsrepubliek zal na dit jaar ook volgend jaar 4% bedragen. Een sterke groei van de bestedingen en investeringen liggen hieraan ten grondslag. Voor Duitsland als geheel kan echter nog niet van een succes gesproken worden, omdat er vooralsnog vooral sprake is van een verschuiving van bestedingen, productie en werkgelegenheid van de DDR naar de BRD. Wel biedt de verwachte 10% groei van de Duitse importen goede mogelijkheden voor haar handelspartners.

Afvlaking koopkracht drukt groei in Nederland

Het jaar 1990 brengt voor de Nederlandse economie weer een hoge groei met zich mee. Het nni stijgt met 3 3/4%, terwijl de productie in de bedrijven (exclusief energie) met 4% toeneemt. De belangrijkste bijdrage wordt geleverd door de groei van de consumptie (+4%), vooral dankzij de inwerking-treding van de Oort-maatregelen, en de investeringen (+7%). De inflatie blijft, mede dankzij de sterke gulden, met 2 1/4% zeer beperkt. Zorgelijk blijven echter de grote onevenwichtig-heden op de arbeidsmarkt, de toename van het aantal arbeidsongeschikten en de overheidsfinanciën, waar de achterblijvende belastingontvangsten een nieuw en groten-deels onverklaarbaar fenomeen zijn.

Voor 1991 is het grote verschil met 1990 gelegen in de ontwikkeling van de koopkracht, ondanks dat de loonstij-ging met 3 1/4% wat hoger ligt dan de voor de minister van Financiën nog aanvaardbare 3%. Tegenover de lastenver-lichting dit jaar als gevolg van de maatregelen-Oort staat komend jaar een lichte lastenverzwaring, waardoor het reëel beschikbare inkomen voor de modale werknemer met slechts 3/4% stijgt. Hierdoor en als gevolg van de teruglopende toename van het aantal nieuwe banen, neemt de groei van de particuliere consumptie af van 4% tot 2 3/4%. Door een druk op de winsten en minder capa-citeitsproblemen daalt de groei van de investeringen in de bedrijven, exclusief de sterk fluctuerende investeringen in vliegtuigen en schepen, van 7 1/2% tot minder dan 3%. Een positievere bijdrage levert de betalingsbalans, al is de verbetering vooral een gevolg van het achterblijven van de importen. Het overschot op de lopende rekening neemt naar verwachting toe van f 16,5 mrd. tot f 20 mrd. Per saldo daalt de groei van het bnp van 3 1/4% dit jaar tot 2 1/2% volgend jaar. De inflatie loopt daarbij slechts een fractie op tot 2 1/2%.

De risico's

Zoals gemeld zijn bovenstaande projecties gebaseerd op een olieprijs volgend jaar van gemiddeld iets boven de \$ 20, ervan uitgaande dat een tekort aan olie opgevangen kan worden door extra productie van een aantal OPEC-lan-den en een tijdelijk interen op de in het Westen aangehou-den voorraden. Een stabilisatie van de olieprijs rond de \$ 30 per vat is echter een mogelijkheid die zeker niet uitgesloten mag worden. Vooral door de negatieve effecten van het hierdoor veroorzaakte onzekere klimaat op de consumptie en investeringen zal een dergelijk niveau van de olieprijs ingrijpende gevolgen hebben. Voor het OESO-gebied verwacht het CPB in dat geval dat door ruilvoetver-lies en een lagere toename van de wereldhandel de groei van het bnp met 3/4% dalen. De teruggang in de groei kan voor Nederland iets hoger uitvallen. Daarbij zal de inflatie met 3/4% toenemen. Hoewel de effecten duidelijk negatief zijn, is de schok, zeker in vergelijking met de voorgaande oliecrises, qua omvang beperkt en hoeft de schade niet meer te zijn dan een tijdelijke groeivertraging, mits echter een gedegen beleid wordt gevoerd.

Kostenstijgingen drukken winsten

Hoewel Nederland op macro-economisch niveau een duidelijke groeivertraging staat te wachten, hoeft men zich, na enkele jaren van hoogconjunctuur, over een terugkeer naar een groei op een meer structureel niveau niet te veel zorgen te maken. In dit licht is het macro-economische beeld bevredigend. Desondanks zien we op micro-econo-misch niveau een heel ander beeld, waarbij de in de afgelopen jaren nog gunstige winstontwikkeling nu duide-lijk onder druk staat (zie tabel 3).

Deze trend blijkt overigens al in de loop van dit jaar te zijn ingezet. We zien dat de stijging van de loonkosten, die in 1990 4 1/2% bedraagt, uitgaat boven de som van de toename van de arbeidsproductiviteit en de prijsstijging. De arbeidsinkomensquote wordt nu dan ook naar boven bijge-steld tot 79 1/4% waar ten tijde van het regeerakkoord nog werd uitgegaan van 78%. Tegelijkertijd is, door de daling van dollar, yen en pond, de concurrentie vanuit het buiten-land toegenomen, hetgeen blijkt uit de daling van het concurrerende uitvoerprijspeil met ruim 3%.

Voor 1991 wordt bij een geraamde loonkostenstijging van 4 1/4% een stabilisatie van de arbeidsinkomensquote op 79 1/4% verwacht. Kijkend naar de tegenhanger, de kapitaalinkomensquote, lijkt dit op het eerste gezicht geen slechte situatie. Echter, hierbij moet rekening worden ge-houden met een toename van de rentelasten, die voor het Nederlandse bedrijfsleven voor 1991 op f 4,5 mrd. geschat worden. Een dergelijke lastenstijging is vergelijkbaar met een daling van de winstquote met 1 1/2%.

Tabel 3. Kerngegevens 1990-1991, ontleend aan MEV '90, EB '91 en MEV '91

Kerngegevens voor: Ontleend aan:	1990		1991		
	MEV '90	EB '91	MEV '90	EB '91	MEV '91
<i>Veronderstellingen</i>					
Concurrerende uitvoer	6	6,5	6,75	6,5	6
Conc. uitvoerprijspeil	1,5	-2	-3	2,25	-2
Loonkosten pep buitenl.	0,5	-1,5	-0,5	2,25	2
<i>Resultaten</i>					
Volume goederenuitvoer	6,25	6,5	6	6,5	5,75
Loonkosten pep binnenl.	-0,5	0,75	1	1	1
Lange rente	6,8	8,75	8,75	8,75	8,75
Aiq	77,8	78,75	79,25	78,5	79,25

Toenemende concurrentie

De loonkostenstijging zal in guldens gemeten in 1991 wat achterblijven bij de internationale concurrentie, zodat de concurrentiepositie na de aderslating in 1990 niet verder verslechtert. Desondanks moet rekening worden gehouden met een toenemende concurrentie. De uitvoer naar de VS en het VK, die weliswaar slechts 15% van onze totale export uitmaakt, zal door de zwakke groei aldaar verder onder druk staan. Daarentegen wordt mede dankzij de gedaalde dollar een toename van de Amerikaanse export verwacht met 10%. Ook de Japanse export zal verder stijgen. Vanwege de teruggelopen mogelijkheden in de VS betekent dit dat, naast een toenemende handel met Zuid-oost-Azië, de Japanse bedrijven hun aandacht zullen verleggen naar Europa. De hardere strijd om marktaandeel die hiervan het gevolg is brengt met zich mee dat er weinig ruimte is om de kostenstijgingen door te berekenen. De mogelijkheid voor een herstel van de marges voor de op de buitenlandse markten opererende bedrijven, dat dankzij een in 1991 gunstiger verloop van de valulaire ontwikkelingen mogelijk is, zal dan ook slechts beperkt zijn. Het meer op het binnenland georiënteerde bedrijfsleven, dat dit jaar nog kan profiteren van dalende invoerprijzen, ziet zich volgend jaar daarentegen geconfronteerd met stijgende importprijzen, die bij een vertraging in de afzetgroei onvoldoende kunnen worden doorberekend.

Zou het scenario met een olieprijs volgend jaar van \$ 30 per vat werkelijkheid worden, dan heeft dit uiteraard ook zijn repercussies op de vooruitzichten voor het bedrijfsleven. De afzetgroei komt sterk onder druk te staan door een met 1% verminderde toename van de wereldhandel en een verdere afname van de groei van de consumptie met 3/4%. Doorberekenen van de stijgende kosten wordt hierdoor nog verder bemoeilijkt. De arbeidsinkomensquote stijgt in dit scenario met 1,4%. De achteruitgang van de winsten is echter nog groter omdat het CPB in dit scenario uitgaat van een 1% hogere rente.

Consequenties voor de belegger

Voorzichtigheid geboden

Uit zowel de Miljoenennota als de MEV blijkt overduidelijk de grote afhankelijkheid van de internationale politieke en economische ontwikkelingen. Dit geldt in niet mindere mate voor de financiële markten, die op hun beurt van grote invloed zijn op de Nederlandse beurs. Dit neemt niet weg dat de regering met een meer structurele aanpak van de problemen de belegger een betere dienst zou hebben bewezen en tegelijkertijd ook meer vertrouwen in het buitenland zou hebben afgedwongen. Uitstel van de vereiste beslissingen vergroot de kans dat de maatregelen ingrijpender moeten zijn terwijl zij waarschijnlijk moeten worden genomen in een moeilijker economisch klimaat.

Wellicht nog kleine rentehobbel

Uitgaande van een olieprijs die wat hoger zal liggen dan in de centrale projectie van het CPB, is een groeivertraging een vaststaand gegeven. Mede door psychologische effecten kan deze groeivertraging echter omvangrijker zijn dan door het CPB geraamd. De inflatie en de rente lijken zich daarbij echter gunstiger te ontwikkelen dan in de sombere CPB-variant. Aanvankelijk zal onder invloed van een oplopende inflatie de rente nog licht kunnen oplopen. Niet te lang daarna zullen de markten meer oog krijgen voor de afzwakkende groei, waarna de rente weer kan dalen. Bij deze bewegingen dient echter bedacht te worden dat de rente in zeer belangrijke mate bepaald zal worden door die in Duitsland, waar de economie ook volgend jaar nog een relatief hoge groei zal doormaken. Het gebrek aan

daadkracht, dat ten grondslag ligt aan de begroting en die leidt tot een verder oplopende staatsschuld, zal het internationale vertrouwen in de gulden niet ten goede komen. Hierdoor kan de marge tussen de Duitse en de Nederlandse rente iets oplopen. Daar staat tegenover dat de inflatie bij ons relatief laag blijft, hetgeen voor enige compensatie zorgt.

Aandelenbeurs gematigde bearmarkt

Voor de aandelen geldt dat het economisch klimaat en de onzekerheid in de Golf voorlopig voor een zwak beursklimaat zal zorgdragen. Hoewel de mindere gang van zaken al behoorlijk in de koersen lijkt verdisconteerd, zullen de komende maanden nog veel aanpassingen van winstverwachtingen de beurs bereiken, waarbij het aantal tegenvallers de meevallers zal overtreffen. Hierdoor zullen de koersen per saldo nog wat verder afbrokkelen. Per sector zal de winstontwikkeling echter verschillen. Bij de traditioneel cyclische en veelal ook energie-intensieve sectoren, zoals chemie, staal, transport, automobiellndustrie en in mindere mate papier, zien we in heel Europa de marges reeds onder druk staan. De afnemende afzetgroei bij een toegenomen capaciteit zorgt ervoor dat de stijgende kosten moeilijk kunnen worden doorberekend, waardoor de druk op de marges vooralsnog zal aanhouden. In dit licht zijn de vooruitzichten voor de voedingsmiddelensector (zowel productie als retail) beter. De afvlakkende groei van de bestedingen komt hier minder sterk tot uiting en de mogelijkheden om de marges op peil te houden zijn derhalve groter. Dit laatste geldt eveneens voor bedrijven die werkzaam zijn in de minder conjunctuurgevoelige delen van de markt, zoals bijvoorbeeld de wetenschappelijke en professionele uitgeverijen. Ook de resultaten van verzekeringssector, die dit jaar juist te lijden hebben onder stormschades, zijn minder gevoelig voor het geschetste economische scenario. Positief zijn de ontwikkelingen voor de in de oliesector werkzame bedrijven. Met name nu de vraag naar eindproducten hoog is kunnen de oliemaatschappijen de hogere olieprijs doorberekenen in de eindproducten, waardoor hun oplopende marges bij de opsporing en winning niet teniet wordt gedaan door een tegengestelde tendens bij de verwerking. Bij de individuele bedrijven dient echter nadrukkelijk rekening gehouden te worden met hun geografische werkterrein of financiële structuur. Wat dit laatste betreft moet worden geconstateerd dat bedrijven met sterke balansverhoudingen minder gevoelig zijn voor de gestegen rente, terwijl bedrijven als de handelshuizen, die relatief sterk kort gefinancierd zijn, de rentelasten eerder hebben verwerkt dan de meer met lang vreemd vermogen gefinancierde bedrijven.

Kansen afwachten

Bovenstaande verwachtingen geven aanleiding het belang van aandelen voorlopig te onderwegen. De samenstelling van de portefeuille moet echter flexibel blijven. De verminderde gang van zaken bij het bedrijfsleven lijkt vooral een conjuncturele aangelegenheid. Met name in Europa is de financiële positie van de bedrijven gezond, terwijl de Europese integratie en de ontwikkelingen in Oost-Europa factoren zijn die zullen bijdragen aan een herstel van de economische groei. Met een dergelijk perspectief voor ogen is het weer opbouwen van het belang in aandelen slechts een kwestie van tijd.