

# Financieel bericht

## Internationale conjunctuur

### Gezond binnenlands beeld

Uit cijfers van het CBS blijkt dat de Nederlandse economie het derde kwartaal van vorig jaar een lichte groeivertraging heeft doorgemaakt. Nadat het bruto binnenlands produkt in het eerste kwartaal met 3% en in het tweede kwartaal met 3,9% was gestegen, kwam de vooruitgang in het derde kwartaal uit op 3,1%. De achtergrond van deze ontwikkeling vormde een afgenomen groei van de export, in volume gemeten van 7,2% tot 2,6%, terwijl ook de investeringsgroei is teruggelopen van 7,1% tot 4%. De binnenlandse consumptie ontwikkelde zich echter krachtig en bereikte met plus 3,1% het hoogste groeitempo in bijna twee jaar. De werkloosheid is in 1989 met gemiddeld 43.000 personen gedaald tot 365.000. Van belang hierbij is dat er geen tekenen zijn die wijzen op een afzwakking in de daling. Er werden 123.000 nieuwe banen gecreëerd, waarbij opvalt dat het voor het grootste deel full-time banen waren.

### Gematigde loonstijging in de metaal

Wat de inflatie betreft blijft Nederland internationaal gunstig afsteken, met een prijsstijging die in 1989 gemiddeld 1,1% bedroeg. Voor 1990 wordt op een inflatie van 2% tot 2,5% gerekend. In de eerste plaats zal het gunstige effect van de btw-verlaging uit de cijfers verdwijnen. Daarnaast zullen de hogere loonstijgingen bijdragen aan een wat oplopende inflatie. De 3,75% loonstijging voor de metaalindustrie die recentelijk werd overeengekomen lijkt echter zonder meer verantwoord, temeer daar de overeenkomst betrekking heeft op een periode van 15 maanden, zodat het percentage op jaarbasis nog lager uitkomt. Wanneer we deze loonstijging vergelijken met die in de ons omringende landen, zoals bij voorbeeld in West-Duitsland waar de vakbond in de metaal een loonstijging van maar liefst 12% heeft geëist, dan is de tendens bij ons nog steeds gematigd. De inflatie mag bij ons dan weliswaar wat oplopen, maar het niveau blijft er in gunstige zin uitspringen. Evenzeer geldt dat de loonstijging, zoals die nu in de metaalsector is afgesproken, niet ten koste gaat van onze concurrentiepositie.

In Engeland namen de werknemers van Ford geen genoegen met een loonsverhoging van 10,2% voor het lopende jaar. De grootste zorg van de regering betreft hier dan ook de inflatie die thans 7,7% bedraagt. Via het krappe monetaire beleid wordt een groeivertraging afgedwongen, die een daling van de inflatie mogelijk moet maken. Zo zien we een geleidelijke daling van de groei van de industriële productie. Opmerkelijk was overigens wel dat de productiecijfers over november op een daling van 0,2% uitkwamen, nog slechter dan de slechts bescheiden stijging waar op werd gerekend. Daarentegen viel de stijging van de consumptieve bestedingen in december met 2,2% weer veel hoger uit dan waarop de markt had gerekend. Het handelstekort daalde in december tot £ 1,22 mrd. tegen £ 1,5 mrd. in november. Over heel 1989 komt het tekort daarmee op £ 23 mrd. tegen £ 21 mrd. vorig jaar.

Het Japanse handelsoverschot is in december voor de achtste achtereenvolgende maand gedaald. Het overschot bedroeg \$ 6,2 mrd. tegenover \$ 9,7 mrd. in december 1988. Over het hele jaar is het overschot nu uitgekomen op \$ 64,4 mrd. tegenover \$ 77,5 mrd. vorig jaar. Het is overigens de vraag in hoeverre de dalende trend in hetzelfde tempo zal worden voortgezet, omdat de sterk gedaalde koers van de yen eerder een toename van de overschotten doet verwachten.

### Amerikaanse tekorten nog veel te hoog

De groei van de Amerikaanse economie is in het vierde kwartaal verder afgenomen tot 0,5%. Wel dient daarbij bedacht te worden dat de groei negatief werd beïnvloed door de aardbeving in Californië, de wervelstorm in het zuid-oosten en de staking bij Boeing. Over heel 1989 is de groei uitgekomen op 2,9% nadat de groei vorig jaar nog 4,4% bedroeg.

Met het Amerikaanse begrotingstekort gaat het nog steeds niet de goede kant op. Dit begrotingsjaar zou het tekort op maximaal \$ 100 mrd. mogen uitkomen, maar het eerste kwartaal van het per 1 oktober gestarte boekjaar heeft al een tekort van \$ 70 mrd. opgeleverd. Wel moet er rekening mee worden gehouden dat de eerste maanden altijd forse tekorten vertonen en dat door belastingafdrachten in het voorjaar meestal overschotten worden gerealiseerd. Het tekort over de eerste maanden van dit begrotingsjaar is echter hoger dan dat van vorig jaar. Omdat de Amerikaanse regering geen overtuigende berekeningen kon aandragen, waaruit zou blijken dat het tekort dit jaar inderdaad onder de \$ 100 mrd. zou blijven, zijn inmiddels krachtens de Gramm-Rudman wet een aantal bezuinigingsmaatregelen in werking gezet. In het licht van de recent bekendgemaakte cijfers lijkt de omvang ervan volstrekt onvoldoende. Voor volgend jaar zal President Bush een begroting indienen met een tekort dat ligt onder het toegestane maximum van \$ 64 mrd.. Velen vrezen echter dat de regering ervan uit zal gaan dat het tekort bij ongewijzigd beleid \$ 100 mrd. zal bedragen, zodat voor \$ 36 mrd. bezuinigingen noodzakelijk zijn. Het begrotingsbureau van het Congres gaat echter uit van een tekort van \$ 138 mrd., zodat er een gat dreigt te ontstaan van \$ 74 mrd. Met de daling van het Amerikaanse handelstekort wil het ook niet meer zo vlotten. Het handelstekort over november kwam uit op \$ 10,5 mrd., een miljard dollar meer dan de verwachting. Overigens had de staking bij Boeing tot gevolg dat de export van vliegtuigen met \$ 1 mrd. achterbleef.

## Valuta's en rente

### Wereldwijde rentestijging

Op de valutamarkten verloor de Duitse mark iets van haar kracht. Er was echter sprake van een aanhoudende

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

## Valutakoersen

	1990 hoogste koers	1990 laagste koers	Koers per 15/1	Koers per 29/1
Amerikaanse dollar	1,94	1,88	1,90	1,88
Engelse pond	3,18	3,09	3,17	3,16
Duitse mark (100)	112,95	112,64	112,76	112,65
Zwitserse frank (100)	127,67	122,90	126,60	127,32
Japane yen (10.000)	133,35	130,15	130,43	131,97

zwakte voor de Japanse yen, waarin pas aan het eind van de maand enige bodem zichtbaar werd. De scherpe stijging van de Japanse rente kon geen afbreuk doen aan de dalende yen. Inmiddels is de reële rente in Japan even boven die in de VS terecht gekomen. Daarmee zijn we in een situatie gekomen waarin veel Japanse beleggers zich afvragen in hoeverre het nog verstandig is om te blijven beleggen in Amerikaanse dollarwaarden, wanneer de reële rente voor binnenlandse yen-beleggingen vergelijkbaar, zo niet hoger is. Voor de Amerikaanse obligatiemarkt is dit een belangrijke zaak, daar Japanse institutionele beleggers vorig jaar circa 40% van de nieuw uitgegeven Amerikaanse staatsleningen opnamen. Ongetwijfeld zal dit een rol hebben gespeeld bij het mislukken van de omvangrijke financieringsoperatie van de Amerikaanse Resolution Funding Co (Refco) die belast is met het in goede banen leiden van de crisis waarin de Amerikaanse spaarbanken zijn beland. De plaatsing van \$ 5 mrd. aan 40-jarige obligaties werd een flop. De plaatsing van \$ 30 mrd. aan nieuwe staatsleningen over enkele weken stemt de markt in dit licht extra bezorgd. Overigens moet Refco zelf de komende drie jaar in totaliteit \$ 50 mrd. lenen. Gezien de belangstelling voor de eerste emissie van Refco was ook voor deze tweede emissie een ruime belangstelling verwacht op een rendementsbasis van 8,5%. Bij een uiteindelijk rendement van 8,6% was de belangstelling echter nog niet overdadig.

Mede als gevolg van bovenstaande ontwikkelingen vond een belangrijke draai plaats op de Amerikaanse obligatiemarkt. In de laatste maanden van 1989 was de kapitaalmarktrente in de VS gedaald van 8,3% tot 7,8%, maar in zeer korte tijd is deze weer gestegen tot rond 8,5%. Ook op de meeste andere kapitaalmarkten zijn de rendementen sinds kerst behoorlijk opgelopen, met gemiddeld zo'n half procent. In Japan steeg de lange rente met bijna een vol procent tot rond de 7%, terwijl in het VK de rendementen op de korter lopende obligaties met ruim een procent opliepen tot boven de 12%. Alleen in Australië is de rente met ruim 0,25% gezakt tot 12,75%. De economie in Australië lijkt zodanig af te koelen dat minister van financiën Keating heeft aangekondigd dat het krappe monetaire beleid, dat tot rentes voor kort geld van rond de 20% heeft geleid, versoepeld kan worden. De Australische dollar verloor hierdoor wel aan steun en zakte tot f 1,45.

### Nederlandse rentestijging onderbroken

Ook in Nederland vond een forse stijging van de lange rente plaats met een kleine 0,75%. De laatste week werd het beeld echter iets vriendelijker. Het feit dat de marge tussen de Nederlandse rente en die in West-Duitsland historisch gezien hoog is speelt hierbij een rol. Traditioneel ligt de kapitaalmarktrente in Nederland circa 0,3% hoger dan in Duitsland, maar in de loop van januari was dit verschil voor de 10-jarige staatsleningen gestegen tot 0,7%. Daarnaast heeft het minder hard worden van de Duitse mark tot gevolg dat de zuigkracht van deze valuta is afgenomen, waardoor de koers van de gulden ten opzichte van de mark kon herstellen tot rond de spijkkoers van

f 1,1267. President Duisenberg van de Nederlandsche Bank gaf de markt een steuntje door te stellen dat iedere kans om de rente te verlagen zou worden aangegrepen, zolang de positie van de gulden maar niet wordt verzwakt. Hij zette zijn woorden kracht bij door aan de volgende speciale beleningen tweemaal een 0,1% lager tarief te verbinden, waarmee de beleningsprijs nu op 8,3% is beland. Hierdoor konden ook de tarieven op de geldmarkt wat dalen. Nadat de tarieven voor de interbancaire deposito's twee weken terug voor vrijwel alle looptijden nog op of boven de 9% lagen noteren de éénmaands deposito's nu 8,65%.

Ook op de obligatiemarkt daalde de rente recent weer enigszins. Ten tijde van de inschrijving op de jongste 8,25% staatslening was dat nog niet het geval. Tegen een koers van 99,80 kon de minister van financiën toch nog f 5 mrd. uit de markt nemen. Het rendement kwam hiermee uit op 8,3%. De dagen daarop daalden de prijzen verder en zagen we nog hogere rentes, met als top voor de langstlopende staatsleningen een rendement van 8,39%. Na enkele wat vriendelijker dagen beweegt de lange rente zich nu rond de 8,25%.

Op de Eurobondmarkt bleef de emissie-activiteit geremd door de stijgende rentetarieven. Naast de ontwikkelingen op de rente-markt wordt het voor beleggers ook steeds belangrijker om alert te zijn op de kwaliteit van een lening. Vooral in de VS is sprake van een verslechtering van de solvabiliteit, zo werd recentelijk weer bevestigd door uitspraken van Moody's, het bureau dat de solvabiliteit van Amerikaanse bedrijven en leningen onderzoekt en in zogenaamde ratings vastlegt. De verhouding tussen de neerwaartse en opwaartse bijstellingen van de ratings was sedert het recessiejaar 1982, toen deze verhouding 2,8 bedroeg, niet zo slecht als in 1989, waarin 2,5 maal meer neerwaartse dan opwaartse bijstellingen voorkwamen. Het zijn vooral de leningen die toch al van dubieus kaliber zijn waarvan de rating omlaag gebracht moet worden. Met andere woorden, veel junk bonds zijn nog slechter dan zij aanvankelijk al leken. Volgens Moody's moest in 1989 voor een bedrag van \$ 9,3 mrd. aan leningen als waardeloos worden afgeschreven, een cijfer dat dit jaar waarschijnlijk hoger zal uitkomen. In de eerste weken van januari kwam dit cijfer al uit op \$ 4 mrd.

## Internationale beurzen

### Over breed front omlaag

Na de eerste dagen van het jaar goed uit de startblokken te zijn gegaan, vielen de internationale aandelenmarkten ten prooi aan onzekerheid. Toenemende binnenlandse onrust in de Sovjetunie, stijgende rentetarieven en tegenvallende winstcijfers in de VS waren de grootste boosdoeners. Op 24 januari gingen op de aandelenmarkten de

## Beursindices

	1990 hoogste koers	1990 laagste koers	Koers per 12/1	Koers per 26/1
VS (Dow Jones)	2810	2689	2689	2546
Engeland (FT-100)	2463	2380	2380	2315
Duitsland (Dax)	1870	1814	1856	1794
Nederland (CBS-koersindex)	211	167	196	190
Tokio (Nikkei)	38.713	37.517	37.517	36.874
Australië (All Ord)	1714	1655	1714	1685

koersen met enkele procenten tegelijk omlaag, nadat een week eerder het tegenvallende tekort op de Amerikaanse handelsbalans de beurzen reeds een tik gaf. Het goud bereikte temidden van het tumult even een nieuw hoogtepunt van ruim \$ 420 maar moest daarna weer terrein prijsgeven.

Het meest opmerkelijk was welhaast de zwakte op de Japanse aandelenmarkt. Koersverliezen in de orde van 600 punten kwamen verschillende keren voor. Weliswaar moet hierbij worden bedacht dat deze gerelateerd moeten worden aan een index die op circa 37.000 staat, maar anderzijds werd de Japanse aandelenmarkt de laatste jaren juist gekenmerkt door een veelal positieve, maar in ieder geval stabiele ontwikkeling en daarin passen dergelijke koers-tikken niet. Onzekerheid over de parlementsverkiezingen van 18 februari spelen de Japanse beurs overigens ook parten. Vorig jaar verloor de regerende LDP voor het eerste sedert 1952 zijn meerderheidspositie en de komende verkiezingen zullen daarom een extra belangrijke test vormen. Met een verschuiving naar links wordt rekening gehouden, waar de financiële markten in het algemeen niet om staan te springen. Het is overigens de vraag in hoeverre dit terecht is, temeer omdat net als in Nederland de marges van de politiek in Japan smal zijn. De flauwe stemming op de Japanse aandelenmarkt is in ieder geval voor velen als een verrassing gekomen en onmiddellijk wordt dan ook gezocht naar de oorzaak van de omslag op de markt, die in december nog record na record brak. Arbitrage en vooral program-trading worden dan al gauw als zondebokken aangewezen en inmiddels wordt onderzocht in hoeverre deze arbitrage, die vooral wordt uitgevoerd door buitenlandse huizen, gereguleerd moet worden.

### **Emissie-activiteit in Parijs**

De aandelenmarkt in Parijs ontwikkelde zich ook zwak, hetgeen resulteerde in een gemiddeld koersverlies van 3,5% in de eerste weken van het jaar. Een geldmarktrente van 11% vormt hierbij uiteraard een belangrijke factor. Anderzijds wordt voor het Franse bedrijfsleven een gunstige winstontwikkeling in het lopende jaar voorzien. Voor het derde jaar in successie zal de economische groei boven de 3% liggen, terwijl de bedrijfswinsten naar verwachting met gemiddeld ruim 10% zullen stijgen. In de voedingsmiddelen- en computersector zal de gemiddelde winststijging mogelijk rond 15% tot 20% uitkomen.

Als gevolg van de verschillende overnames van vorig jaar is voor circa FF 40 mrd. in cash naar de markt teruggevloeid. Daartegenover onttrokken de emissies een relatief bescheiden bedrag aan de markt, zeker in de tweede helft van het jaar toen de emissie-activiteit halveerde tot circa FF 15 mrd. Opvallend is overigens dat afgezien van de aandelenemissie van de oliemaatschappij Elf Aquitaine, in de laatste twee jaar alle emissies betrekking hadden op convertibles, papier waaraan warrants waren gekoppeld, dan wel dubbele emissies. De afgelopen weken heeft deze trend zich voorgezet: BSN kwam met een FF 3,3 mrd. convertible, terwijl Accor (hotels) met een aandelenemissie van FF 1,8 mrd. kwam waaraan warrants gekoppeld zijn die bij uitoefening nog eens een dergelijk bedrag voor de maatschappij in het laatste brengen. Cap Gemini, Europa's grootste softwarebedrijf, kondigde recentelijk de uitgifte van een convertible van FF 1,5 mrd. aan. De houdstermaatschappij van de Scheider groep, SPEP, maakte dezer dagen een emissie bekend die bestaat uit aandelen met warrants en een convertible. De indruk bestaat dat het Franse bedrijfsleven het zekere voor het onzekere neemt en zijn behoefte aan additioneel lang vermogen versneld tracht te dekken.

De Duitse beurzen moesten even stoom afblazen na de scherpe stijging in de voorgaande maanden. Na de posi-

tieve aspecten in de ontwikkelingen in Oost-Europa benadrukt te hebben, twijfelt men er nu aan of het hervormingsproces wel zo gemakkelijk kan verlopen als waarop eerder werd gehoopt. De euforie is daarmee weggeëbd. Zelfs goed bedrijfsnieuws werd niet gehonoreerd. De winstverdubbeling bij Porsche leverde het aandeel een DM 9 lagere koers op. Tevens werd bekend dat de Zweedse miljonaire Per Arwidsson een 10% belang in Porsche heeft verworven. Siemens draait ook uitstekend. De onderneming realiseerde in het eerste kwartaal van het in oktober gestarte boekjaar een winstgroei van 21%. Eerder maakte Siemens de overneming van Nixdorf bekend.

### **Wall Street incasseert klappen**

De oplopende rente gevoegd bij teleurstellende winstcijfers van het Amerikaanse bedrijfsleven en nieuwe voorzieningen bij banken leidden tot een uiterst zenuwachtige stemming op Wall Street. In tien beursdagen kwam het verschil tussen het hoogste en laagste niveau van de Dow Jones Industrials uit op 10%.

In de eerste drie weken van januari maakten circa 430 ondernemingen hun winstcijfers bekend. Meer dan de helft hiervan viel tegen. Onder de tegenvallers bevonden zich verschillende giganten, zoals Monsanto, Caterpillar, Pfizer en IBM.

De computerindustrie heeft het nog steeds moeilijk. IBM moest een 75% lagere vierde kwartaal winst melden, waarmee de jaarwinst 35% lager is uitgekomen op \$ 3,3 mrd. uit een met bijna 6% gegroeide omzet van \$ 62,7 mrd. Digital Equipment moest in het tweede kwartaal van per 1 juli gestarte boekjaar een winstdaling van bijna 50% melden tot \$ 155 mln, bij een vrijwel onveranderde omzet van \$ 3,2 mrd. De problemen worden vrijwel geheel toegeschreven aan de Amerikaanse computermarkt. De situatie in Europa en Japan blijft voor het concern goed.

De berichten uit de olie-industrie wijzen eveneens op een zwakke winstontwikkeling. De hogere olieprijs in het vierde kwartaal was uiteraard gunstig voor de productie van ruwe olie en aardgas, maar de hogere prijzen konden blijkbaar niet in de prijzen van eindproducten worden doorberekend, zodat de verwerking en verkoop een grotere winstdaling boekte. Bij Shell Oil, de Amerikaanse dochter van de Koninklijke Shell groep was dit duidelijk te zien. Het ging Shell Canada nog slechter af, waarbij de terugslag in de chemie een belangrijke rol speelde. De jaarwinst van Shell Canada bleef wel op peil, maar in het laatste kwartaal bedroeg de winst slechts 25% van die in het vergelijkbare kwartaal van 1988. Bij Exxon speelde ook de reservering van \$ 500 mln in verband met de milieuramp in Alaska een belangrijke rol. In het laatste kwartaal halveerde de winst bijna tot \$ 785 mln, terwijl de jaarwinst terugliep van \$ 5,3 mrd. tot \$ 3,8 mrd.

### **Banken treffen nieuwe voorzieningen**

De resultaten van verschillende banken stonden onder druk van soms omvangrijke afboekingen en voorzieningen op leningen. Bij de Bank of New England moest voor \$ 1,5 mrd. aan voorzieningen worden getroffen voor leningen aan de vastgoedsector, waardoor over het vierde kwartaal een verlies van \$ 1,2 mrd. moest worden gerapporteerd. Ook Citicorp trof voorzieningen, waarbij alleen al de afboeking op Zuid Amerikaanse leningen in het vierde kwartaal een bedrag van \$ 1 mrd. betrof. Het vierde kwartaal leverde een verlies op van \$ 784 mln. Op jaarbasis wordt nog een winst van \$ 498 mln gemeld tegenover vorig jaar \$ 1,85 mrd. Manufacturers Hanover voegde in het vierde kwartaal slechts \$ 100 mln toe aan de voorziening voor Zuid Amerikaanse leningen, maar had in het voorgaande kwartaal al \$ 950 miljoen toegevoegd. Over het jaar 1989 moest een verlies worden gerapporteerd van \$ 518 mln. In het voorgaande jaar werd nog \$ 952 winst geboekt. American

Express kwam overigens met een 11,3% hogere kwartaalwinst, die niet zwaar door incidentele lasten werd gedrukt. Ook Chase Manhattan en First Chicago overtroffen met de publicatie van hun winstcijfers over 1989 de verwachtingen op Wall Street.

## De Amsterdamse beurs

De Amsterdamse aandelenmarkt vertoonde een zwak beeld. Vooral op 24 januari moesten de koersen een flinke veer laten nadat Amerika en Japan zich ook van hun zwakke kant hadden laten zien. Een technisch herstel in combinatie met een verbetering van de stemming op de obligatiemarkt zorgden daarna voor weer wat oplopende koersen.

AMEV maakte bekend te fuseren met de Verenigde Spaarbank, hetgeen zal resulteren in een stijging van zowel de winst als het eigen vermogen per aandeel. In eerste instantie reageerde de koers van AMEV echter met een daling, maar op de volgende dagen was duidelijk extra vraag waarneembaar. Opvallend is overigens dat de storm aan de koersen van de verzekeringsmaatschappijen voorbij lijkt te zijn gegaan.

De stijging van de rente werkt door in de hypotheekrente die inmiddels het 9% niveau heeft doorbroken. Dit lijkt mede een verklaring voor een zwakkere stemming voor de bouwaandelen. DSM deelde mee dat over 1989 een netto winst inclusief bijzondere baten is gerealiseerd van f 1,35 mrd., hetgeen neerkomt op f 38,50 per aandeel. Daarnaast werd een dividend van f 8 aangekondigd. Het bericht werd door de beurs beloond met een forse koerswinst, die later in het zwakke beursklimaat echter weer moest worden ingeleverd. VNU bevestigde de 17% winststijging die eerder bij de presentatie van de halfjaarcijfers als prognose waren afgegeven. Ook hier moest de koers in de malaise mee omlaag. Daaraan kan ook hebben bijgedragen het bericht dat bij de Britse vakbladen een groot aantal redacteurs in staking is gegaan. Nijverdal ten Cate hield goed stand na de eerdere mededeling over de winststijging in het afgelopen jaar en de verwachting dat de ontwikkelingen in het Oostblok goede mogelijkheden bieden voor de afzet van denimstoffen.

## Nieuwe opties interessant

Kort voordat in januari in Duitsland op de Deutsche Terminbörse de handel startte in 14 aandelenopties, werd het aantal series op de Amsterdamse optiebeurs verder uitgebreid. Het gaat om een aantal langlopende opties (2 en 3 jaar) op ABN, AMRO, Aegon, Nationale Nederlanden en DSM. De afloopdata voor de nieuwe optieseries zijn januari 1992 en 1993. Reeds langer zijn vijf jaar lopende opties in de notering op de internationals, Koninklijke Olie, Philips, Unilever, KLM en AKZO, waarvan de eerste serie in oktober 1991 vervalt. Daarnaast worden er ook langlopende opties op de EOE aandelenindex verhandeld. Met langlopende opties zijn in principe dezelfde strategieën mogelijk als met kortlopende opties. Een belangrijk verschil is echter dat de tijdsfactor veel minder nijpend is. De lange opties zullen veel beleggers daarom meer aanspreken dan de soms erg beweeglijke korte opties met een maximale looptijd van 3, 6 of 9 maanden. Gezien de veel langere looptijd is de tijdspremie die in de prijs van een lange optie is begrepen hoger. Daarmee komt ook de absolute optieprijs hoger uit.

Overigens wordt de premie mede bepaald door de beweeglijkheid van de aandelenkoersen. Dit betekent dat de

premies bij het huidige onrustige beleggingsklimaat relatief hoog zijn. Daardoor kunnen opties vandaag de dag goed gebruikt worden om mogelijke koerswinsten in te ruilen tegen een meer vaststaand rendement. Dit betekent dat men bij aankoop van aandelen, of op aandelen die men reeds bezit, call opties kan verkopen. Dank zij de aldus gegenereerde opbrengst wordt de netto investering flink omlaag gebracht. Het neerwaarts risico van een positie wordt hierdoor beperkt. Daarnaast heeft het lagere investeringsbedrag tot gevolg dat het dividendrendement hoger uitkomt. De prijs voor dit alles is uiteraard dat niet geprofitteerd wordt van een eventuele forse koersstijging van het onderliggend aandeel.

Aan de hand van een voorbeeld kan een en ander nader worden toegelicht:

De koers van aandelen ABN bedraagt f 39,00 terwijl de januari 1992 call optie met een uitoefeningsprijs van f 40 bij verkoop f 4,40 oplevert. Indien u gedekt een optiecontract wilt schrijven (verkopen) moet u daar tegenover 100 aandelen ABN kopen. Afgezien van kosten bedraagt uw investering  $100 \times f 39,00$  minus  $100 \times f 4,40$  ofwel f 3.460. Naar verwachting betaalt ABN een jaarlijks dividend van f 3,- of f 300 over uw 100 aandelen. Het dividend rendement over uw investering bedraagt daarmee 8,67%. In de tabel wordt weergegeven hoe uw positie er aan het einde van de looptijd van de optie in januari 1992 bij verschillende koersen van het aandeel uit ziet.

Het rendement bij het gedekt schrijven van opties is duidelijk gemaximeerd, maar 16,5% op jaarbasis is uiteraard niet onverdienstelijk. Wel moet worden bedacht dat het dividend voor particulieren boven de f 2.000 onder de inkomstenbelasting valt. De optiepremie is daarentegen belastingvrij. Tevens blijkt dat bij een forse koersdaling richting de f 30 de belegger er per saldo nog steeds positief uitspringt. Een verdere koersdaling voor het aandeel zou resulteren in een negatief rendement. Uiteraard is het niet uitgesloten dat de koper van de optie zijn recht voortijdig uitoefent. De kans hierop is klein en heeft geen negatieve gevolgen voor het rendement, maar zal op jaarbasis gemeten veelal resulteren in een hoger rendement. Daartegenover behoeft de verkoper van de optie niet noodzakelijk tot het einde van de looptijd te wachten, want ook hij kan voortijdig wijzigingen in de positie aanbrengen.

De nieuw ingevoerde opties blijken goede mogelijkheden om aantrekkelijke rendementen te realiseren. Dit geldt temeer daar de nieuwe opties vooral betrekking hebben op de financiële waarden, waarvan met name de banken met het afgebrokkelde koersniveau toch al een hoog dividendrendement bieden. Van belang is wel dat de prijsstelling voor de lange opties in de eerste dagen van de handel gepaard gaat met een ruime 'spread' tussen de bied- en laatkoersen. Naarmate de handel toeneemt zal de prijsstelling echter nauwkeuriger worden. In de tussentijd doet de belegger er goed aan om met gelimiteerde orders te werken.

### Rendement van langlopende ABN-opties (in guldens)

Koers aandeel	30	35	40	45
Waarde aandelen	3000	3500	4000	4500
Waarde opties	—	—	—	500
	<u>3000</u>	<u>3500</u>	<u>4000</u>	<u>4000</u>
Investering	3460	3460	3460	3460
Vermogenswinst	-460	40	540	540
Twee jaar dividend	600	600	600	600
Totaal resultaat	140	640	1140	1140
In % per jaar	2,0	9,2	16,5	16,5