

# ECONOMISCH-STATISTISCHE BERICHTEN

UITGAVE VAN DE STICHTING HET NEDERLANDSCH ECONOMISCH INSTITUUT

27 juli 1966

51e jaargang, no. 2552

verschijnt wekelijks

## COMMISSIE VAN REDACTIE:

L. H. Klaassen; H. W. Lambers; P. J. Montagne; J. Tinbergen; A. de Wit.

## REDACTEUR-SECRETARIS:

A. de Wit.

## ADJUNCT REDACTEUR-SECRETARIS:

P. A. de Ruiter.



## COMMISSIE VAN ADVIES VOOR BELGIË:

F. Collin; J. E. Mertens de Wilmars; J. van Tichelen; R. Vandeputte; A. J. Vlerick.

## SECRETARIS COMMISSIE VAN ADVIES VOOR BELGIË:

J. Geluck.

## Thuisblijvers

**S**CHREVEN wij een vorig maal over boeken *in* de vakantie <sup>1)</sup>, ditmaal vormt een boek *over* de vakantie, of juist: over toeristen en toerisme, de aanleiding tot deze regels. Onlangs verscheen namelijk *Toeristen en toerisme, sociaal-economische beschouwingen over het moderne toerisme*, geschreven door Dr. J. G. Ramaker <sup>2)</sup>.

In de eerste hoofdstukken gaat de schrijver de voorwaarden na waaronder iemand tot toerist wordt; die voorwaarden zijn van drieërlei aard: de mens moet er de wil (het waarom), de tijd (het wanneer) en het geld (het hoe) voor hebben. Beter dan door variaties op de bekende thema's „de melodieuze der klinkende verten” en „het oer-instinct van reizen en trekken”, kan de vraag waarom iemand reist beantwoord worden met het spiegelbeeld ervan: waarom zou je thuisblijven? Uit een C.B.S.-publicatie blijkt dan dat van de thuisblijvers in 1964 liefst 23 pCt. als reden voor het thuisblijven opgaf geen behoefte te hebben om met vakantie te gaan!

In het hoofdstukje over de financiering wordt een overzicht gegeven van de mogelijkheden die er in verschillende landen zijn, vakantie-reizen te stimuleren door het verlenen van faciliteiten t.a.v. sparen en lenen of zelfs door subsidieverlening. Waar duidelijk blijkt dat vakantie-reizen volstrekt nog geen gemeengoed zijn (C.B.S.-gegevens leren dat in 1964 39 pCt. van de Nederlandse bevolking geen vakantie buiten de eigen woonplaats heeft doorgebracht) zijn wij het van harte eens met Ramaker als hij stelt dat ondanks het echec van „De Nederlandse Reisspaarkas” (1949-1953) herbezinning en hernieuwde studie over de mogelijkheden, welke een systeem als de Schweizer Reisekasse voor de lagere-inkomensgroepen kan bieden, zeer wenselijk zijn. De Nederlandse Spoorwegen zijn in de afgelopen jaren al met veel nieuwe projecten gestart en roeren zich met name geducht op de markt voor goedkope dagtochten en vakantie-reizen. Er is voor haar echter ruimte genoeg voor nog meer initiatieven; één ervan zou kunnen zijn het ontwikkelen van een spaarsysteem als het Zwitserse, wellicht in coöperatie met andere vervoerbedrijven. Deze samenwerking zou overigens niet tot de vervoerssector beperkt behoeven te blijven. Dat doet ook het Zwitserse systeem niet. Er zou bijv. kunnen worden samengewerkt met spaarbanken, consumentenorganisaties en vakbonden (zou gezamenlijk optrekken van N.S. en vakbonden op de toeristische markt wellicht ook niet de samenwerking tussen deze twee partijen op ander terrein harmonieuzer kunnen doen verlopen?). Een gepremieerd vakantiespaarsysteem, vooral ten behoeve van de post reisgeld welke een groot deel van het vakantiebudget vormt, zou allicht ook dienstig kunnen worden gemaakt aan het bevorderen van vakantie-reizen in eigen land.

Dat een politiek van vakantie-reizenstimulering nauw gekoppeld moet worden aan een gericht vakantiespreidings- en seizoenverlengingspolitiek behoeft geen betoog (Ramaker voert een tabel aan, waaruit blijkt dat óók in Nederland het vakantie-vieren in mei en juni tevens klimatologische voordelen biedt). Nu reeds zijn er velen die, daar zij noodgedwongen in het hoogseizoen vakantie moeten nemen, er de voorkeur aan geven thuis te blijven omdat in die drukte er op uit trekken voor hen geen enkele bekoring heeft en hen alleen maar vermoeit. Een „survival of the fittest” in toeristische zin is een kwalijke zaak.

DR.

<sup>1)</sup> „Vakantie geboekt?” in *E.-S.B.* van 6 juli jl., blz. 695.

<sup>2)</sup> No. 55 uit de serie „Bouwstenen voor de kennis der maatschappij”, Van Gorcum, Assen 1966, 140 blz., ing. f. 10, geb. f. 12,50.

## INHOUD

Thuisblijvers ..... 763

*Dr. A. van Doorn:*

Kapitaalcoëfficiënt en beloning van kapitaal..... 764

*Chr. Brandsma:*

De contante-waardetheorie als methode van aandelenwaardering ..... 766

*Drs. L. W. Binkhorst v. O.:*

Enkele aspecten van de internationale tarwemarkt ..... 770

Europa-bladwijzer No. 38 ..... 773

Verkort jaarverslag van de

Stichting Het Nederlandsch Economisch Instituut over 1965 ..... 776

*Drs. A. Woudhuizen:*

Geld- en kapitaalmarkt.... 778

AUTEURSRECHT VOORBEHOUDEN

# Kapitaalcoëfficiënt en beloning van kapitaal

Is het begrip kapitaalcoëfficiënt zinvol?

„I N economics, nothing is certain, anything is possible, and everything depends on everything else”, moet eens een Amerikaans economist hebben verzucht en hij had gelijk. Het laatstgenoemde feit is wel het ernstigste: de algemene interdependentie die ons eigenlijk verplicht om bij de verklaring van één verschijnsel rekening te houden met alle andere. In de praktijk wordt deze interdependentie teruggebracht tot hanteerbare proporties door het onderzoek te beperken tot de zgn. relevante verklarende variabelen. Bij het correlatie-onderzoek vindt men dan hiervoor bepaalde coëfficiënten (waarvan iedereen weet dat het geen echte constanten zijn, maar die desondanks constanten of zelfs invarianten worden genoemd), terwijl de minder belangrijke verklarende variabelen gewoonlijk worden samengeperst in een of andere trend.

De kapitaalcoëfficiënt — de verhouding tussen de totale nationale kapitaalvoorraad in de ruime zin van het woord en het nationaal produkt van een jaar — is een economische constante, een belangrijk *kengetal* waarop met name door Keynes in zijn colleges de aandacht is gevestigd. Deze coëfficiënt is, zoals bekend, in korte tijd beroemd geworden, maar staat tegenwoordig aan bijzonder veel scherpe en zelfs zure kritiek bloot. Dit kengetal blijkt namelijk — zoals te verwachten was — niet absoluut constant te zijn en — wat veel erger is — tot allerlei verwarring aanleiding te geven. Beziet men dit kleine probleem in het grote licht van de filosofie van Hegel, dan ontstaat als vanzelf de verwachting dat de *these* (en de *overschatting*) die na korte tijd de *antithese* (en de *onderschatting*) opriep, zal uitmonden in de *synthese*, het op de juiste waarde schatten van de kapitaalcoëfficiënt als denkinstrument.

In 1955 heeft Colin Clark enige opschudding verwekt met zijn op Amerikaanse en Engelse onderzoekingen steunende stelling dat in de hoogontwikkelde industrielanden de kapitaalcoëfficiënt ten gevolge van kapitaalbesparende uitvindingen een dalende tendentie vertoonde, terwijl velen dachten dat economische vooruitgang alleen mogelijk was door een verhoging van de hoeveelheid kapitaal per eenheid produkt, dus door een verhoging van de kapitaalcoëfficiënt<sup>1)</sup>. Voor beschouwingen op korte termijn mogen wij de (gemiddelde) kapitaalcoëfficiënt waarschijnlijk wel als een constante opvatten (volgens de bekende paradox van Zeno is een vliegende pijl altijd ergens, dus is hij in rust). Zoals bekend speelt de constante „capital-output ratio” een grote rol in het populaire simplistische groei-model van Harrod-Domar, waarbij de groeivoet gelijk is aan het quotiënt van spaarquote en (marginale) kapitaalcoëfficiënt.

Niet alleen in de macro-economie speelt de kapitaalcoëfficiënt tegenwoordig een rol, maar ook de bedrijfs-economien en administrateurs tonen hiervoor een groeiende belangstelling die in de eerste plaats verband houdt met het proces van mechanisering en automatisering. Het is duidelijk dat voor een onderneming kapitaalcoëfficiënt (verhouding totaal vermogen en totale toegevoegde waarde

van een jaar) en omloopsnelheid van het vermogen — een zeer bekend kengetal — nauw samenhangen. Vaak komt men de opvatting tegen dat met name automatisering altijd gepaard gaat met een groeiende hoeveelheid kapitaal *per eenheid produkt*. Er is daarbij inderdaad in de regel sprake van een toenemende kapitaalintensiteit in de zin van stijgende hoeveelheid kapitaal *per man*, maar hieruit mag men beslist niet zonder statistisch onderzoek concluderen tot een toenemende hoeveelheid kapitaal per eenheid produkt.

De kapitaalcoëfficiënt houdt uiteraard verband met de beloning van het kapitaal. In het onderstaande zullen wij trachten — aansluitend op enkele uitspraken van Solow en Tinbergen — deze samenhang met een eenvoudig cijfervoorbeeld te illustreren en aannemelijk te maken dat de kapitaalcoëfficiënt een zinvol begrip is.

## Kapitaalcoëfficiënt en beloning van kapitaal

I N zijn *Capital theory and the rate of return* levert Solow ernstige kritiek op de kapitaalcoëfficiënt die hij verwarrend vindt en ongeschikt als indicator bij de maatschappelijke keuze tussen consumeren en sparen. Ten onrechte suggereert hij hierbij dat de kapitaalcoëfficiënt een maatstaf zou moeten zijn voor de „social rate of return on investment” (macro-economische rentabiliteit van kapitaal)<sup>2)</sup>. Overigens heeft hij uiteraard toch die nuttelooze geachte coëfficiënt nodig om via zijn kapitaalelasticiteit van de produktie tot de „sociale” rentabiliteit van het kapitaal te kunnen komen (blz. 87). Ten slotte concludeert hij uit eigen statistisch onderzoek dat de hele economie kan worden vergeleken met een bank die 15-20 pCt. interest zou kunnen betalen zodat er reden is om (wat) meer te gaan sparen (blz. 96). Hij tekent hierbij zelf aan dat de genoemde percentages wel wat hoog lijken gezien de gebruikelijke rentepercentages voor zgn. risicomidende besparingen en de rentabiliteit van „ondernemend” vermogen.

Over de kapitaalcoëfficiënt merkte Tinbergen in zijn beschouwing over „The ‘best’ economic order” (*Hong Kong Economic Papers*, number 1, June 1961) het volgende op:

„The heart of development policy is saving, and in the process of saving there are also external effects. To put it quite plainly: a man who has a certain income and decides to save part of it will, after a while, have created a piece of capital. The benefit he derives from his act of saving is limited to the interest he will receive from this investment, but the advantages to the society are much larger. If the interest rate is 5 per cent, this man will receive one-twentieth of the investment annually as the reward of his saving. However, if the *capital coefficient* or *capital output ratio* is three or four, the community will receive each year from this act of investment something like one-third or one-fourth of the amount saved. Thus the social benefit resulting from saving is much larger than the interest accruing to the individual saver”<sup>3)</sup>.

Er waren twee redenen voor ons om deze beschouwing zo uitvoerig te citeren:

a. evenals Solow legt Tinbergen een rechtstreekse relatie tussen kapitaalcoëfficiënt en rentabiliteit van kapitaal;

<sup>1)</sup> Colin Clark: „The declining importance of capital”, *The Listener* (BBC, Third Programme), 10 maart 1955. Zie ook W. Tiims: „De afnemende betekenis van kapitaal”, *E.-S.B.*, 13 april 1955, en W. M. N. van den Wildenberg: „De afnemende betekenis van kapitaal in Nederland”, *E.-S.B.*, 20 juli 1955.

<sup>2)</sup> Robert M. Solow: Professor Dr. F. de Vries Lectures, Amsterdam 1963, blz. 27: „The only way one can make sense of the capital-output ratios or incremental capital-output ratios or other such numbers that occasionally crop up, is to suppose that they are meant as crude approximations to one or another of the social rates of return on investment”.

b. evenals Solow suggereert Tinbergen dat een verhoging van de nationale spaarquote wenselijk is en hij vraagt zich daarom af of het niet beter zou zijn de beslissing over het spaarniveau te verleggen van de individuen naar de overheid. Hij wijst er in dit verband op dat in de landen waar een doelbewuste ontwikkelingspolitiek wordt gevoerd de overheid reeds deze politiek toepast en dat in alle moderne maatschappijen een belangrijk deel van de nationale besparingen tot stand komt in de overheidssector.

Het wil ons voorkomen dat enkele van de hierboven geciteerde uitspraken enigszins aanvechtbaar lijken omdat zij onvoldoende zorgvuldig geformuleerd zijn. Als de kapitaalcoëfficiënt op een gegeven moment voor een gegeven land 4 bedraagt, dan betekent dit *niets meer en niets minder* dan dat de totale waarde van de nationale kapitaalvoorraad  $4 \times$  zo groot is als het nationaal inkomen van een jaar. Het cijfer 4 impliceert dan ook absoluut niet dat een vergroting van de kapitaalgoederenvoorraad met f. 4 mln. *zonder meer* (*ceteris paribus*) tot een vergroting van het nationaal inkomen met f. 1 mln. zou leiden. Bij een kapitaalgoederenvoorraad van bijv. f. 400 mrd. en een nationaal inkomen van f. 100 mrd. betekent een beloning van 7,5 pCt. voor het kapitaal dat deze produktiefactor een inkomen ontvangt van f. 30 mrd. en dat de factor arbeid het niet onaanzienlijke restant van f. 70 mrd. krijgt.

Uit de homogeen-lineaire Cobb-Douglas produktiefunctie in haar originele gedaante, nl.  $P = CA^{0.7} K^{0.3}$ , volgt dat het *tegelijktijd* verhogen van zowel de hoeveelheid arbeid als de hoeveelheid kapitaal met 1 pCt., de produktiehoeveelheid ook met 1 pCt. doet stijgen, terwijl het *alleen* verhogen van de hoeveelheid kapitaal met 1 pCt. de produktie slechts doet stijgen met 0,3 pCt., m.a.w. de echte marginale kapitaalcoëfficiënt is ruim  $3 \times$  zo hoog als de gemiddelde <sup>4)</sup>. Vervolgen wij ons cijfervoorbeeld, dan betekent 1 pCt. kapitaalgroei dat bij een kapitaalcoëfficiënt van 4 de hoeveelheid kapitaal toeneemt met f. 4 mrd. en dat dientengevolge *en alleen daardoor* het nationaal inkomen toeneemt met 0,3 pCt., dus met f. 0,3 mrd. Dit betekent een marginale kapitaalcoëfficiënt van  $4 : 0,3 =$  ruim 13 en een marginale produktiviteit van het kapitaal van  $(0,3 : 4) \times 100$  pCt. = 7,5 pCt. <sup>5)</sup>.

<sup>3)</sup> In zijn artikel „The optimum rate of saving” in *The Economic Journal*, december 1956, schreef Tinbergen over de kapitaalcoëfficiënt o.a. het volgende: „A capital coefficient of 3 would imply a yield of 33%, whereas the ordinary saver usually gets only a few %. Even the entrepreneur-saver will often have returns of no more than 10 or 20%. There may therefore be scope to apply considerably higher capital coefficients in our interpretations, up to figures of, say 20%”.

<sup>4)</sup> De moderne versie van deze produktiefunctie kent ook een trendfactor die accommodatie biedt voor interessante verklarende variabelen als technische vooruitgang, overheveling van arbeid uit de landbouw naar de industrie enz.

<sup>5)</sup> Men kan het begrip marginale kapitaalcoëfficiënt ook geheel anders definiëren dan in het bovenstaande is gebeurd (*ceteris paribus*-clausule), nl. als de verhouding tussen de in een bepaalde periode geïnvesteerde bedragen en de in die periode — *mede* door andere oorzaken (met name gebruik van meer arbeid en vooruitgang van de techniek) — opgetreden uitbreiding van het nationaal produkt (Solow noemt dit „marginal in the loose sense of comparing increments over time”). Het is duidelijk dat deze sterk door toevallige factoren bepaalde „marginale” kapitaalcoëfficiënt nog minder dan de gemiddelde kapitaalcoëfficiënt op zichzelf een maatstaf kan vormen voor de beloning van het kapitaal. Voor beschouwingen over deze marginale kapitaalcoëfficiënt zie P. J. Verdoorn: „De grensproduktiviteit van het kapitaal”, *E.-S.B.*, 13 januari 1960; J. B. D. Derksen: „Zijn de investeringen hier te lande duurder dan elders?”, *E.-S.B.*, 9 september 1959 en P. C. Bos: „Een kritische beschouwing van de marginale kapitaalcoëfficiënt,” *Maandschrift Economie*, december 1963.

In bovenstaand cijfervoorbeeld is de gemiddelde beloningsvoet gelijk aan de marginale produktiviteit, precies zoals de grensproduktiviteitstheorie het zo graag wil. Het verband tussen:

- gemiddelde kapitaalcoëfficiënt  $\left(\frac{K}{Y}\right)$
- rentabiliteit van het kapitaal  $\left(\frac{\Delta Y}{\Delta K}\right)$   
(= marginale produktiviteit van het kapitaal  
= reciproke van echte marginale kapitaalcoëfficiënt) en
- kapitaalelasticiteit van de produktie  $\left(\frac{\Delta Y/Y}{\Delta K/K}\right)$

is nu als volgt:  $\frac{\Delta Y/Y}{\Delta K/K} = \frac{\Delta Y}{\Delta K} \times \frac{K}{Y}$  of  $\frac{Y}{K} \times \frac{\Delta Y/Y}{\Delta K/K}$   
=  $\frac{\Delta Y}{\Delta K}$ , d.w.z. de reciproke van de gemiddelde kapitaal-

coëfficiënt moet worden vermenigvuldigd met de kapitaalelasticiteit om de (marginale = gemiddelde) rentabiliteit van het kapitaal te vinden. In bovenstaand cijfervoorbeeld:

$$0,30 = 0,075 \times 4 \text{ of } \frac{1}{4} \times 0,30 = 0,075.$$

Zelfs als de kapitaalcoëfficiënt daalt tot 2, geeft bovenstaande Cobb-Douglas functie nog maar een (marginale) kapitaalbeloning van 15 pCt., hetgeen — gezien de bestaande belastingdruk — voor „ondernemend” vermogen niet bijzonder hoog is <sup>6)</sup>.

#### Conclusies

1. De betekenis van de kapitaalcoëfficiënt als macro-economisch denkinstrument mag niet worden overschat zoals tot voor kort gebruikelijk was. De kapitaalcoëfficiënt is net zo min constant als andere economische „invarianten”. De coëfficiënt is niet te gebruiken als produktiefunctie.

2. De betekenis van de kapitaalcoëfficiënt mag ook niet worden onderschat, zoals de nieuwste economische mode het wil. Voor de macro-economie is de kapitaalcoëfficiënt een belangrijk kengetal waarop met name door Keynes terecht de aandacht is gevestigd. Ook voor de bedrijfs-economie zou de kapitaalcoëfficiënt — die nauw samenhangt met de omloopsnelheid van het vermogen — een interessante grootte kunnen worden.

3. De kapitaalcoëfficiënt is onmisbaar als men via de kapitaalelasticiteit van de produktie de rentabiliteit van het kapitaal wil berekenen. De kapitaalcoëfficiënt *alleen* — hetzij gemiddeld of marginaal — is geen maatstaf voor de rentabiliteit van het kapitaal. Wordt de gemiddelde kapitaalcoëfficiënt toch als zodanig gezien, dan leidt dit tot een ernstige overschatting van het economisch resultaat van sparen en investeren.

4. Zowel door Solow als Tinbergen is gesuggereerd dat de macro-economische rentabiliteit van kapitaal 20 pCt. of meer zou bedragen. Is de gemiddelde kapitaalcoëfficiënt gelijk aan 4 en de kapitaalelasticiteit gelijk aan 0,3 — deze hypothesen zullen vele economen plausibel lijken — dan komt men echter tot een macro-economische rentabiliteit van niet meer dan 7,5 pCt. voor het kapitaal. Hogere waarden kan men in het kader van de onderhavige theorie slechts bereiken door uit te gaan van een hogere kapitaalelasticiteit en/of een lagere kapitaalcoëfficiënt.

Eindhoven.

Dr. A. VAN DOORN.

<sup>6)</sup> Vergelijk F. W. C. Blom: „Hoe rendabel moet ondernemingskapitaal zijn?”, *E.-S.B.*, 9 februari 1966, en het „Ingezonden stuk” van J. Varkevisser: „Het investeringsrendement en de dubbele beloning van het kapitaal”, *E.-S.B.*, 13 april 1966.

Eén der belangrijkste onderdelen van de beleggingsleer is de effectenanalyse met de haar ten dienste staande methoden van aandelenwaardering. Dit artikel houdt zich bezig met de contante-waardetheorie en tracht daarmee niet in de laatste plaats een leemte in de Nederlandse literatuur te vullen. Na een korte uiteenzetting van de begrippen over- en onderwaardering en hun betekenis, volgen de voornaamste grondbeginselen van de contante-waardetheorie, waarna uitvoerig wordt ingegaan op de componenten in het waarderingsproces. Ten slotte wordt aan de hand van de Amerikaanse auteurs Graham en Dodd een eigen formule voor de berekening van de „multiplier” ontwikkeld. Met nadruk zij er hier evenwel op gewezen, dat deze „multiplier” niet een „how to get rich quick”-belofte impliceert. Zij kan een handig hulpmiddel bij beleggingshandelingen zijn, meer niet. Haar toepassing is subjectief en daarom niet onfeilbaar.

## De contante-waardetheorie als methode van aandelenwaardering

### Inleiding

IN de loop der tijden zijn de waarderingsmaatstaven en -technieken, die door de beleggers worden gebezigd bij het nemen van hun beslissingen, aanzienlijk gewijzigd en/of uitgebreid. Men kan de thans bestaande methoden van aandelenwaardering ruwweg rubriceren aan de hand van de volgende begrippen: (a) boekwaarde; (b) rendement; (c) intrinsieke of normale waarde; (d) contante waarde. Al deze methoden hebben hun oorsprong gevonden in de Verenigde Staten en zijn daar het best ontwikkeld.

Het is de effecten-analyse („security analysis”) die bij de gehele methodiek der aandelenwaardering een centrale plaats inneemt. Haar taak bestaat uit het systematisch verzamelen, bewerken en beoordelen van gegevens die op onderscheiden effecten betrekking hebben. Zij resulteert in het opstellen van richtlijnen, tabellen of formules voor de waardering van deze effecten zódanig, dat de belegger in staat wordt gesteld te komen tot een berekening van hun waarde. In Nederland verkeert de effecten-analyse in een nog zeer pril stadium van ontwikkeling; ze vindt haar toepassing voornamelijk op de afdelingen der effecten-research van enkele grote bankinstellingen. Als voornaamste oorzaak van het achterblijven van ons land bij de Verenigde Staten wordt vaak genoemd de gebrekkige verslaggeving hier te lande, waardoor het buitengewoon moeilijk wordt de nodige gegevens betreffende een bepaalde onderneming te verzamelen. Deze verslaggeving is inmiddels aanzienlijk verbeterd en het argument heeft dan ook aan kracht moeten inboeten.

De ongetwijfeld belangrijke invloed die de effecten-analyse kan hebben op de visie der beleggers mag worden geïllustreerd aan de hand van de vrij recente koersontwikkeling der aandelen K.L.M. Deze getuigde andermaal hoe groot het verschil in opvatting tussen de Amerikanen en

Nederlanders nog steeds is, waar deze Amerikanen de waarde van een onderneming en haar aandelen calculeren op basis van de winstcapaciteit met een welhaast volkomen verwaarlozing der balanspositie en het lopend rendement.

### Over- en onderwaardering

WAARDE verschilt vaak van prijs. Deze gedachte ligt ten grondslag aan alle methoden van aandelenwaardering. De uiteindelijke bedoeling is de becijferde waarde te relateren aan de geldende marktprijs van het aandeel. (Sommige auteurs hebben suggesties gedaan de waarden van verschillende groepen aandelen onderling met elkaar te vergelijken en terug te voeren tot een bepaalde standaard, om vervolgens de meest aantrekkelijke fondsen er uit te lichten). Men past daarbij ongeveer de volgende redenering toe. Ligt de prijs van het aandeel boven de gevonden waarde, dan is er sprake van overwaardering. In zo'n geval wordt het aanbevelenswaardig geacht het desbetreffende aandeel niet te kopen, dan wel bestaande belangen te liquideren. In het tegenovergestelde geval, dus indien de prijs van het aandeel beneden haar waarde ligt en er sprake is van onderwaardering, verdient het (wellicht) aanbeveling het aandeel te kopen dan wel bestaande belangen aan te houden of uit te breiden.

Deze voorgestelde handelingen houden m.a.w. een bijzondere vorm van risicoselectie in, welke gekoppeld is aan een belangrijke stelregel en wel deze, dat het kopen van ondergewaardeerde aandelen — vooral op *gespreide* basis — op langere termijn tot aanzienlijke winstgevendende resultaten aanleiding kan geven, omdat de prijs van een aandeel de uiteindelijke tendentie vertoont zijn waarde te naderen. Sommigen (m.n. de aanhangers van de zgn. „random-walk”-theorie) menen hieruit te mogen concluderen dat het berekenen van de waarde van een aandeel gelijk staat met een poging zijn toekomstige prijs te voor-

spellen. Deze bewering is sterk overtrokken en loochent de voorzichtige uitspraken die men bij elke waarderingsmethode kan vernemen.

Theoretisch zal de prijs van het aandeel slechts steeds volkomen gelijk zijn aan de waarde, indien wordt uitgegaan van twee hoogst onwaarschijnlijke vooronderstellingen, nl. (a) dat alle beleggers bij de waardeberekening en bij het nemen van hun beslissingen uitgaan van eenzelfde waarderingsmethode, en (b) dat zij zich laten leiden door gelijke veronderstellingen t.a.v. de componenten in de gebruikte methode. Het enige dat men in een geval van over- of onderwaardering kan stellen is dat de prijs van het aandeel met een relatief grote mate van waarschijnlijkheid een bepaalde richting zal inslaan. Men kan hierbij het vreemde verschijnsel waarnemen dat een aandeel klaarblijkelijk niet één, maar talloze waarden heeft, al naar gelang de gebruikte veronderstellingen en persoonlijke voorkeuren bij de individuele beleggers. De prijs op langere termijn wordt gedreven door deze veelheid van waarden.

#### Contante waarde van een aandeel

EÉN der eersten die de gedachte van de contante waarde toepaste bij de waardering van gewone aandelen was John B. Williams, die in zijn dissertatie *The Theory of Investment Value* (1938) stelde dat „the present value of a share of stock is equal to the summation of all dividends expected to be received from it, discounted to the present at an appropriate rate of interest”. In meer visuele vorm komt deze uitspraak op het volgende neer:

$$\text{Contante waarde aandeel} = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots +$$

$$\frac{D_n}{(1+r)^n}, \text{ waarbij:}$$

$r$  is de discountvoet (de verlangde „rate of return”)

$D_1$  is het verwachte dividend in het eerste jaar

$D_2$  is het verwachte dividend in het tweede jaar

$D_n$  is het verwachte dividend in het  $n$ -de (oneindig ver verwijderde) jaar.

De wiskundige gedachte die aan bovenstaande formule ten grondslag ligt is dezelfde als die bij de waardeberekening van perpetuele obligaties. Beide soorten effecten krijgen een gelijke behandeling. Dat men desondanks op aandelen niet de verkorte omschrijving „waarde =  $\frac{\text{opbrengst}}{r}$ ” toe-

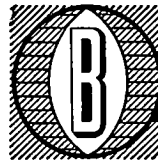
past laat zich verklaren uit de onzekerheden die er bestaan t.a.v. de toekomstige opbrengsten (dividenden). De goede soliditeit van de debiteur veronderstellende, bestaat deze onzekerheid niet bij de perpetuele obligaties. De uiteindelijke rechtvaardiging van het bestaan van aandelen als beleggingsmedium schuilt in het feit dat hun opbrengsten in de tijd fluctueren op een niet met zekerheid te voorspellen wijze.

De contante-waardetheorie wordt veelal uitsluitend toegepast op specifieke groeiaandelen. Dit is echter geen voorschrift; elk aandeel kan met de hierboven gegeven formule worden gewaardeerd.

#### Nieuwere opvattingen

VOORAL gedurende het laatste decennium werd de contante-waardetheorie het studie-object van vele beleggingsanalisten in Amerika. Deze belangstelling heeft haar sporen nagelaten op de oorspronkelijke theorie van Williams, hoewel de grondgedachte uiteraard dezelfde moest blijven. In het bijzonder trad een tweetal nieuwe ideeën naar voren:

E.-S.B. 27-7-1966



VOOR ADVERTENTIES EN  
RECLAME IN HET BUITENLAND

INTERNATIONAAL  
ADVERTENTIE BUREAU

**BOLIYN**

KONINGSPLEIN 12-14 - AMSTERDAM - TEL. 247161

(I. M.)

1. In Williams' model worden de dividenden over een oneindig groot aantal jaren geprojecteerd. De praktische zin van een dergelijke behandeling kan in twijfel worden getrokken, omdat de ver in de toekomst liggende dividenden nogal onzeker zijn en bovendien een zo geringe contante waarde bezitten (afhankelijk van de discountvoet) dat hun invloed op de waarde van het aandeel te verwaarlozen is. Ook hield Williams geen rekening met het eventuele verkopen van het aandeel, of met een eventuele liquidatie van de onderneming. Om deze redenen wordt voorgesteld de dividendprojectie te beperken tot een zeker aantal jaren, en de waarde van het aandeel te beschouwen als „the discounted value of future expectable dividends over the assumed period of time, plus the discounted value of its expected market price at the end of the period”<sup>1)</sup>. In een formule:

$$\text{Contante waarde aandeel} = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots +$$

$$\frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}, \text{ waarbij:}$$

$P_n$  is de prijs van het aandeel in het  $n$ -de jaar ( $n$  is bijv. 10).

Indien  $P_n$  op haar beurt alleen de verdisconteerde waarde van de dan verwachte dividenden reflecteert, blijft Williams' these onaantast.

2. Een punt van felle discussie werd de mening dat het geen verschil maakt of men de dividenden dan wel de winsten per aandeel kapitaliseert, omdat de beleggers de uiteindelijke keuze hebben hun inkomsten uit aandelenbelegging te ontvangen óf als dividend óf door de verkoop van het aandeel. Men moet dan noodzakelijk veronderstellen dat de ingehouden winsten een overwegende invloed uitoefenen op de aandelenprijs. Velen verwerpen deze opvatting en menen dat de gereserveerde winst een veel mindere mate van realiteit bezit voor de belegger dan de winst welke is uitgekeerd; het dividend is de voornaamste prijsbeïnvloedende factor.

De waarheid ligt, zoals zo vaak, in het midden. Dividenden en winsten tezamen vormen de uiteindelijke determinanten van de waarde van een aandeel; het zijn twee interdependente elementen in het waarderingsproces. Aan welke van deze beiden men de grootste betekenis wil toekennen hangt in belangrijke mate af van het aandeel dat men wil waarderen. Graham en Dodd maken in dit verband verduidelijkend onderscheid tussen groeiaandelen, „below-average”-aandelen en aandelen uit de midden-groep. Voor de tweede groep adviseren zij vooral te letten op het dividend. In het geval van groeiaandelen kapitaliseren zij echter de winst, daarbij rekening houdend met de winsthouding die zal plaatsvinden terwille van expansie.

#### Componenten in het waarderingsproces

DE voornaamste componenten in het waarderingsproces zijn de volgende:

<sup>1)</sup> B. Graham, D. L. Dodd and S. Cottle: *Security Analysis*. Part IV, New York 1962.

- a. de verwachte jaarlijkse groeivoet van de winst (of het dividend) per aandeel;
- b. de geprojecteerde groeiperiode;
- c. de discontovoet;
- d. de verwachte verkoopprijs (marktprijs) van het aandeel.

*Ad a.* De gehanteerde groeivoet weerspiegelt de kwalitatieve verwachtingen die men heeft t.a.v. een bepaalde onderneming. Een handig uitgangspunt is de groei in het verleden, welke men dan verder projecteert in de toekomst. Hierbij is wel de nodige voorzichtigheid geboden, omdat er zich omstandigheden kunnen voordoen die een ingrijpende verandering teweeg brengen in de positie van de onderneming, zoals het verlies van afzetgebieden of een monopolie, het lanceren van een nieuw produkt, mutaties in de raad van bestuur, veroudering van een produkt e.d.m. Het uiteindelijke resultaat dat hij met zijn belegging behaalt zal in grote mate afhankelijk zijn van de bekwaamheid van de belegger om de toekomst met redelijke nauwkeurigheid te voorspellen. Hij doet er daarbij goed aan de volgende uitspraak in gedachten te houden: „when in doubt be conservative”.

*Ad b.* De periode waarover men de (groei)projectie der dividenden of winsten uitstrekt, is een andere belangrijke component bij de waardering van aandelen. De belegger staan geen duidelijke richtlijnen ten dienste voor haar bepaling. Men kan evenwel stellen dat al naar gelang men de periode korter neemt de waardering lager zal uitvallen (bij eenzelfde groeivoet) en dat het raadzaam is bij hoge geprojecteerde groeivoeten een wat kortere periode te kiezen.

*Ad c.* De discontovoet is de „rate of return” die de beleggers wensen te ontvangen op het aandeel. Men verwarre dit begrip niet met het rendement. Ter definiëring kan de volgende formule gegeven worden:

$$\text{jaarlijkse „rate of return”} = \frac{D + P_2 - P_1}{1\% \text{ van } P_1}$$

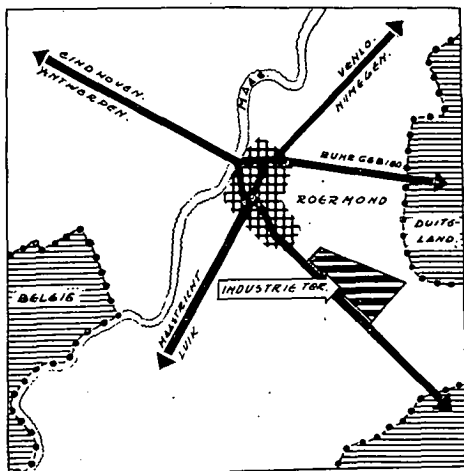
waarbij D is het dividend en  $P_1$  en  $P_2$  zijn de prijzen van het aandeel resp. bij aankoop en op het moment van de verkoop na 1 jaar.

Een belangrijke steun bij het bepalen van de discontovoet is het rendement op eersteklas-obligaties, waarbij men echter dient te bedenken dat de uiteindelijk verlangde „rate of return” op aandelen een grootheid is die uitsluitend bestaat in de geest van de individuele belegger. Voor belegger A zal ze 7 pCt. zijn, voor belegger B 6 pCt. enz., al naar gelang de inkomsten die hij wenst te ontvangen en het risico dat hij denkt te lopen met het onderhavige aandeel. De discontovoet is de meest subjectieve factor in het waarderingproces. Niet alleen passen de verschillende beleggers op één bepaald aandeel verschillende discontovoeten toe, maar ook hanteert één bepaalde belegger voor verschillende aandelen verschillende discontovoeten.

Het mag duidelijk zijn dat de discontovoet in zekere zin de tegenhanger is van de groeivoet. Zij breekt af wat deze laatste heeft opgebouwd en bepaalt tot hoever de contante waarde van de voortschrijdende winsten of dividenden per aandeel zal afnemen in het verloop van de tijd. Men moet zich echter hoeden voor wat wordt genoemd „counting the same trick twice”, d.w.z. voor dubbeltellingen die zich kunnen voordoen bij het onvermijdelijk hanteren van groeivoet en discontovoet tezamen.

(I. M.)

# ROERSTREEK INDUSTRIETERREIN „HEIDE”



- Limburgs GROOTSTE industrieterrein
- REGERINGSSTEUN voor zich vestigende industrieën
- GOEDE VERBINDINGEN over weg, spoor en water
- CENTRALE LIGGING binnen het EURO-MARKTGEBIED
- uitstekend WOONKLIMAAT
- WONINGEN beschikbaar
- verhuur van INDUSTRIEHALLEN
- voldoende ARBEIDSKRACHTEN

INLICHTINGEN omtrent vestigingsmogelijkheden op dit TERREIN worden gaarne verstrekt door het SECRETARIAAT van het INDUSTRIESCHAP „ROERSTREEK”, p.a. STADHUIS, ROERMOND, Telefoon 04150-4041.

*Ad d.* Als laatste component: de contante waarde van de geschatte toekomstige verkoopprijs van het aandeel. Deze neemt in betekenis af naarmate men de geprojecteerde groeiperiode langer neemt.

### De „multiplier”

IN het navolgende ontwikkelen wij een aandelenwaarderingsformule, die ontleend is aan het eerder genoemde boek van Graham en Dodd. De auteurs beginnen met de veronderstelling dat een bepaalde groeivoet (bijv. 4 pCt.) zich tot in het oneindige zal blijven voortzetten en dat de verlangde „rate of return” (de discontovoet) 7 pCt. bedraagt. Op deze basis zou de belegger een lopend rendement van 3 pCt. op zijn aandelenbelegging wensen te ontvangen, hetgeen overeenkomt met een „dividend multiplier” van  $100 : 3 = 33$ . Vervolgens uitgaande van een normale pay-out van  $\frac{2}{3}$  wordt de „earnings multiplier” 22 (is  $\frac{2}{3} \times 33$ ). Deze multiplier is dus de reciproke van de discontovoet ( $\times 100$ ), onder de veronderstelling van een bepaalde verhouding tussen de uitgekeerde en de ingehouden winst per aandeel.

De berekening van de waarde van een aandeel kan nu op eenvoudige wijze geschieden door haar winst te vermenigvuldigen met de gevonden multiplier. De hier geschetste methode is echter praktisch onbruikbaar, omdat de waarde van het aandeel oneindig groot zal zijn zodra de groeivoet aan de discontovoet gelijk wordt of deze gaat overtreffen. Men moet daarom de periode van de groei-projectie beperken.

Graham en Dodd hanteren vervolgens de onderstaande veronderstellingen: (a) een discontovoet van 7,5 pCt. voor alle aandelen; (b) een groeiperiode van 10 jaar en een groei van de winsten na deze 10 jaar van 2,5 pCt. voor alle aandelen (dit percentage is — evenals de discontovoet van 7,5 pCt. — ontleend aan een artikel van een bekend beleggingsanalist, waar deze de historische groei van dividenden, winsten en prijzen der aandelen in Amerika onderzocht voor de periode 1871-1958); (c) een multiplier van 13,5 voor de winst in het tiende jaar. Deze correspondeert met de verwachte groei van 2,5 pCt. na het tiende jaar en een discontovoet van 7,5 pCt.; (d) een gemiddelde pay-out van 60 pCt. voor alle aandelen.

De berekening van de „earnings multiplier” voor f. 1 winst kan nu in drie etappes worden uitgevoerd:

1. contante waarde van de verwachte aandelenprijs in het tiende jaar: bij een groeivoet van p pCt. zal de winst in het tiende jaar T bedragen, de verwachte marktprijs van het aandeel 13,5 T en de contante waarde hiervan (discontovoet 7,5 pCt.)  $6,5 T$ ;

2. contante waarde van de stroom van dividenden over 10 jaar: het begindividend is 0,60 (pay-out 60 pCt.), neemt toe tot 0,60 T, gemiddeld  $0,30 + 0,30 T$ ; totale stroom dividenden gedurende 10 jaar is dus  $3,0 + 3,0 T$ . Hun contante waarde is dan  $2,1 + 2,1 T$ ;

3. Totale contante waarde en multiplier: bij onverschillig welke groeivoet is dus de multiplier  $6,5 T + 2,1 + 2,1 T = 8,6 T + 2,1$ , en is de contante waarde van het aandeel: deze multiplier vermenigvuldigd met de huidige winst per aandeel.

De auteurs geven vervolgens een tabel waarin zij voor verschillende groeivoeten de corresponderende multipliers berekenen. Voor toepassing op Nederlandse fondsen hebben deze echter generlei waarde, omdat — wil hij ze gebruiken — de belegger moet bedenken dat Graham en Dodd zijn uitgegaan van specifiek Amerikaanse verhoudingen uit het verleden (historische groeivoet van 2,5

pCt., historische discontovoet van 7,5 pCt. en een historische multiplier van 13,5). (Dit impliceert tevens dat de auteurs hun „8,6 T + 2,1 multiplier” moeten veranderen indien in de toekomst blijkt dat de historische verhoudingen zich hebben gewijzigd).

Ons punt van kritiek is dat zij deze verhoudingen — die dus betrekking hebben op een groeps-gemiddelde — on gecorrigeerd en uniform gebruiken voor elk afzonderlijk aandeel. Dit is in strijd met het geheel eigen karakter van zo'n aandeel. De methode van Graham en Dodd is daarom hoofdzakelijk van belang voor het berekenen van de contante waarde van een aandelengemiddelde (bijv. Standard and Poor's, DJIA).

Hieronder hebben wij — naar analogie van Graham en Dodd — een formule ontwikkeld voor de berekening van de multiplier die wel rekening houdt met het karakter van elk aandeel afzonderlijk, en die ook op Nederlandse (groei)aandelen van toepassing is:

1. Noemen we de multiplier voor de winst in het n-de jaar m, dan is de contante waarde van de verwachte marktprijs (verkoopprijs) in dat jaar T maal m maal k (k is de discontofactor);

2. Contante waarde van de stroom van dividenden over n jaar: de dividenden beginnen met d, groeien aan tot dT, gemiddeld  $(d + dT) \times \frac{1}{2}$ , dus over n jaar  $\frac{1}{2}nd + \frac{1}{2}ndT$ . Hun contante waarde is dan  $k_1 \times \frac{1}{2}nd(1 + T)$ , waarbij  $k_1$  is de gemiddelde discontofactor (d.w.z. van het  $\frac{1}{2}n$ -de jaar);

3. De totale multiplier (M) is dan:

$$M = Tmk + \frac{1}{2} k_1 nd (1 + T).$$

Ter illustratie berekenen wij de waarde van een aandeel Unilever, daarbij geheel arbitrair veronderstellend dat de gemiddelde jaarlijkse groei der winsten gedurende 8 jaar 2 pCt. zal bedragen en daarna verder gaat met 0 pCt., dat de gemiddelde pay-out gedurende deze periode 40 pCt. is en vervolgens 60 pCt. en dat een „rate of return” verlangd wordt van 7 pCt. Dan is

$$M = (1,17 \times 8,5 \times 0,582) + \frac{1}{2} \times 0,762 \times 8 \times 0,40 \times (1 + 1,17) = \text{ca. } 8,5.$$

De waarde van het aandeel is  $M \times$  de huidige winst =  $8,5 \times f. 9,60 = f. 82$ .

De oplettende lezer zal inmiddels gemerkt hebben dat de multiplier niets anders is dan de *acceptabel geachte* koers/winst-verhouding op dit moment. Het is dus ook juist te stellen dat in het algemeen een aandeel koopwaardig is indien de huidige koers/winst-verhouding kleiner is dan de multiplier.

### Slotopmerking

UIT het voorgaande mag worden geconcludeerd dat er niet kan worden gesproken van de waarde van een aandeel als een objectief te bepalen grootheid. Op een zeker tijdstip heeft een aandeel slechts één prijs, maar talloze waarden, al naar gelang de verschillende veronderstellingen die zijn gemaakt t.a.v. de componenten in de gebruikte waarderingsmethode. De belegger dient voor zichzelf uit te maken welke methode van aandelenwaardering de meest gewenste is en welke veronderstellingen t.a.v. de toekomstige ontwikkeling het meest waarschijnlijk zijn voor een bepaald aandeel. Op grond van zijn persoonlijk inzicht komt hij zo tot een subjectief becijferde waarde, die voor hem de basis dient te zijn voor zijn beleggingshandelingen.

Amsterdam.

Chr. BRANDSMA.

# Enkele aspecten

## van de internationale tarwemarkt

### Inleiding

IN 1949 werd voor de eerste maal een Internationale Tarwe Overeenkomst afgesloten, waaraan zowel uitvoerende als invoerende landen deelnemen. Hierin wordt door middel van een multilaterale koop- en verkoopovereenkomst naar stabilisatie van het internationale prijspeil van tarwe gestreefd. De overeenkomst is door alle aangesloten landen ten volle nagekomen en in haar organen is een familieband ontwikkeld, waarin alle lopende kwesties vrijelijk besproken konden worden.

De laatste jaren is bij exporteurs de vrees gegroeid, dat hun positie ten gevolge van de landbouwsteunmaatregelen, die in onderscheidene invoerende landen getroffen worden, in gevaar kan worden gebracht. Bij de onderhandelingen over een internationale graanovereenkomst in het kader van de Kennedy-Ronde, wordt daardoor om een verzekerde toegang tot de markten der traditionele invoerlanden gevraagd.

Het tarweverbruik per hoofd van de bevolking neemt in de ontwikkelde landen af en wordt in de ontwikkelingslanden, o.a. door hulpverlening, verhoogd, terwijl voor voergranen dit verbruik speciaal in de ontwikkelde landen toeneemt. Ook voor tarwe vertoont het totale wereldverbruik een uitbreiding als gevolg van de bevolkingsgroei. In de projecties van de F.A.O. wordt gewezen op het toenemende tekort aan voedsel om de gehele wereldbevolking een redelijk voedingsniveau te kunnen waarborgen.

### Internationale handel

DE internationale handel bedroeg in de drie oogstjaren 1960-1961 tot 1962-1963 ongeveer 44 mln. ton en steeg daarna ploseling tot resp. 56, 51 en 57 mln. ton. De oorzaak van deze opmerkelijke veranderingen komt zeer duidelijk tot uiting in de gegevens van onderstaande vier jaren: 1962-1963 tot en met 1965-1966.

	1962-1963	1963-1964	1964-1965	1965-1966 a)
	(in mln. ton)			
West-Europa .....	11,4	11,9	11,7	11,8
Oost-Europa (incl. de Sowjet-Unie) ...	4,6	15,4	6,7	14,5
Azië .....	17,6	19,9	22,3	21,3
Noord-, Zuid- en Centraal Amerika .....	5,2	5,0	5,2	4,9
Afrika, Oceanië en ongespecificeerd .....	4,7	4,2	4,7	4,0
	43,5	56,4	50,6	56,5

a) Schatting voordat de extra leveringen aan India waren overeengekomen.

De afzet naar West-Europa, de Amerika's, Afrika en Oceanië bleef dus vrij stabiel, de uitvoer naar Azië toonde een stijgende tendens, terwijl de grote schommelingen voortkwamen uit de exporten naar Oost-Europa, incl. de de Sowjet-Unie.

Het constante niveau van de uitvoer naar West-Europa is niet zo verwonderlijk, omdat na de vele jaren landbouwbeleid vóór, tijdens en na de tweede wereldoorlog, reeds maximale hoeveelheden inheemse tarwe in de broodbloem worden verwerkt. Voor de hoeveelheden, waarmee dit verbruik door de binnenlandse oogsten overtroffen werd, kon een afzet gevonden worden óf in de voerbak óf door export, ook naar landen buiten Europa.

Bij een splitsing van de uitvoer naar Azië valt het op, dat de toeneming daarvan moet worden toegeschreven aan de vergroting van de leveringen aan India, Japan en China (vasteland). Dit is duidelijk te zien uit de onderstaande gegevens van de oogstjaren 1960-1961, 1962-1963 en 1964-1965:

	1960-1961	1962-1963	1964-1965
	(in mln. ton)		
India .....	3,6	3,8	6,6
Japan .....	2,8	2,7	3,6
China (vasteland) ..	2,0	4,9	5,1

De invloed van de grote aankopen door Oost-Europa en de Sowjet-Unie is te wijten aan misoogsten in de Sowjet-Unie.

### Productie in de zes grote exporterende landen

ER bestaan belangrijke schommelingen in de produktiegegevens dezer landen, zoals duidelijk geïllustreerd wordt door onderstaande cijfers over de laatste zes jaren.

	1960-1961	1961-1962	1962-1963	1963-1964	1964-1965	1965-1966 raming
	(in mln. ton)					
Verenigde Staten ..	36,9	33,6	29,8	31,1	35,1	36,9
Canada .....	14,1	7,7	15,4	19,7	16,3	19,2
Australië .....	7,4	6,7	8,4	8,9	10,1	7,0
Argentinië .....	4,0	5,1	5,0	8,1	10,1	5,7
Frankrijk .....	11,0	9,6	14,1	10,2	13,6	14,0
Sowjet-Unie .....	64,3	66,5	70,8	49,7	74,2	60,0
Totaal .....	137,7	129,2	143,5	127,7	159,4	142,8
Excl. Sowjet-Unie ..	73,4	62,7	72,7	78,0	85,2	82,8

Het totaal dezer oogsten in bovengenoemde landen ligt tussen de 50 à 60 pCt. van de totale wereldtarwe-oogst. Hiervan wordt dus iets minder dan de helft in de Sowjet-Unie geoogst.

Uit de oogst van de overige vijf exporterende landen van ongeveer 70 à 80 mln. ton wordt een regelmatige export onderhouden van ca. 40 mln. ton, terwijl de Sowjet-Unie met iets meer dan 5 mln. ton aan de internationale handel deelnam.

In de jaren van grote invoeren in de Sowjet-Unie en Oost-Europa steeg de export der overige vijf exporterende

(I. M.)

Met één aandeel

# VEREENIGD BEZIT VAN



landen zelfs tot 50 mln. ton en meer. Daarnaast werd in deze landen zelf ongeveer 35 mln. ton tarwe verbruikt. In deze jaren van recordexporten werden de afleveringen dezer landen dus niet geheel door de produktie gedekt.

Dit gaf nog geen aanleiding tot het ontstaan van schaarste, omdat op reservevoorraden geteerd kon worden. Door een aaneenschakeling van misoogsten en al dan niet incidentele vergrotingen van de vraag, kan een reserve echter in een onverwacht korte tijd tot een ongewenst laag peil dalen.

#### Tarwereserves

DE tarwevoorraden worden steeds voor vijf exporterende landen opgegeven. Deze waren aan het begin van onderstaande oogsten als volgt:

	Gem. 1959-1960 tot 1963-1964	1963-1964	1964-1965	1965-1966
	(in mln. ton)			
Verenigde Staten .....	35,6	32,5	24,5	22,3
Canada .....	14,6	13,3	12,5	14,0
Australië				
Argentinië } .....	3,6	4,3	4,9	6,6
Frankrijk				
Totaal .....	53,8	50,1	41,9	42,9

De reservevoorraden werden dus in hoofdzaak door de Verenigde Staten en Canada aangehouden.

Naast de voorraden bestaat in de Verenigde Staten een reserve aan land, dat met regeringssubsidie aan de tarweproduktie wordt onttrokken. Daarmede was in 1965 een oppervlakte gemoeid, die ongeveer gelijk is aan driemaal die van de cultuurgrond in ons land. Dit is een belangrijke stille reserve, welke op korte termijn kan worden aangeboord.

Canada bereikte met zijn export van 15 à 16 mln. ton in 1963-1964 zijn maximum afluadcapaciteit.

#### De rol van de surplusvoorraden

DE carry-over van de genoemde vijf exporterende landen bedroeg aan het begin van oogst 1952-1953:

17 mln. ton. In twee jaar tijds steeg deze tot 47 mln. ton. Een top van 58 mln. ton werd midden 1962 geconstateerd; daarna trad een daling op. In de periode van zeer grote voorraden is de gedachte ontstaan, dat een zekere minimum voorraad, waarvoor een getal van 30 mln. ton wordt genoemd, als noodzakelijke minimum voorraad moet worden aangehouden. Sceptici zullen beweren, dat regeringen een reden moesten vinden om het aanhouden van grote voorraden te rechtvaardigen. Ook het strategisch aspect van de voorraadvorming zal door enkelen onder hen in deze categorie worden gerangschikt.

Aan de andere kant moet worden erkend dat de flexibiliteit, die vóór de oorlog in de afzet van tarwe bestond, tot het verleden behoort. Toen ontstonden door prijsstijgingen c.q. prijsdalingen op de internationale markt in alle landen overeenkomstige wijzigingen in de prijs van het veevoeder en in de winkelprijs van brood, biscuits en gebak en van veeteeltprodukten, zoals vlees en eieren. Thans worden in verschillende importerende en exporterende

de landen systemen van interne prijsbeheersing gehanteerd, waardoor het prijspeil in het binnenland drastisch wordt gestabiliseerd. In perioden van schaarste en hoge prijzen op de internationale markt wordt het verbruik daardoor op een onveranderd niveau gehandhaafd.

Voorts bestaan er belangrijke leveringen aan ontwikkelingslanden. Deze bedroegen in 1964-1965 ca. 14 mln. ton; ook de grootte hiervan wordt niet direct door prijsveranderingen beïnvloed. Daarenboven mag voor de landen met centraal geleide planhuishoudingen zoals de Sowjet-Unie en China (vasteland) worden aangenomen, dat de behoeften en niet de prijs de hoofdfactor vormen voor het vaststellen van de grootte van de aankopen.

De overbrugging van een schaarsteperiode, welke in het verleden door een daling van de export en van de binnenlandse consumptie in exportlanden plaatsvond, moet dus thans door leveringen uit de surplusvoorraden worden opgevangen.

#### Exportpositie der grote exporterende landen

AUSTRALIË en Argentinië moeten thans door teurstellende oogsten hun verkopen afremmen. Beide landen hebben uit voorgaande goede oogsten tarwe aan China (vasteland) verkocht.

Canada heeft grote contracten met de Sowjet-Unie en China (vasteland) afgesloten en evenals Australië hoeveelheden voor levering aan traditionele afnemers gereserveerd. Zijn afluadcapaciteit is volbelast.

Onlangs zijn grote exportcontracten voor Franse tarwe gepubliceerd. De Verenigde Staten hebben kansen voor verkopen aan de Sowjet-Unie gemist door te eisen, dat 50 pCt. van de leveringen met Amerikaanse schepen moet worden vervoerd. Om politieke redenen hebben de Verenigde Staten geen tarwe aan China (vasteland) verkocht. Er wordt grote activiteit voor de export op commerciële condities door de Amerikaanse belanghebbenden ten toon gespreid. De Amerikaanse afzet blijft echter sterk afhankelijk van de leveringen tegen betaling in lokale geldeenheden of als gift onder Public Law 480. De verhouding van deze soort export met equivalente verkopen van de andere exporterende landen, was in het oogstjaar 1964-1965 als volgt:

Australië	Canada	Frankrijk	Verenigde Staten
(in mln. ton)			
0,2	0,3	—	13,9

De leveranties op langlopend krediet, zoals bijv. aan China (vasteland), worden ook wel met de term niet-commerciële transacties aangeduid. Weliswaar worden deze langlopende kredieten onder normale handelsverhoudingen niet verleend, maar de opbrengst is in eigen valuta en als zodanig gelijk aan die van de normale handelstransacties.

Voor de Verenigde Staten beliepen deze kredietverleningstransacties in 1964-1965 1,4 mln. ton en voor de andere drie exporterende landen resp. 2,4, 3,7, en 1,7 mln. ton. Worden deze verkopen ook onder de niet-commerciële transacties begrepen, dan ligt het percentage der niet-

(I. M.)

**1894** : aandeelhouder in ca. 200 ondernemingen

commerciële leveringen voor Australië, Canada en Frankrijk tussen de 30 à 40 pCt. en voor de Verenigde Staten op 78 pCt.

Daarnaast bestaan er belangrijke verschillen in de grootte van de totale exporten van elk dezer exporterende landen en de schommelingen daarin. Dit blijkt duidelijk uit de onderstaande cijfers voor de laatste drie oogstjaren:

	1962-1963	1963-1964	1964-1965
	(in mln. ton)		
Argentinië .....	1,8	2,8	4,3
Australië .....	4,8	7,8	6,5
Canada .....	9,0	15,1	11,8
Frankrijk .....	3,0	2,7	4,6
Verenigde Staten ..	17,3	23,1	19,6
Sowjet-Unie .....	5,3	1,3	1,2
Rest .....	2,3	3,6	2,5
	43,5	56,4	50,5

### Prijsverschillen

**D**E prijsverschillen tussen de onderscheidene tarwes ontstaan door kwaliteitverschillen en door veranderingen in de verhouding tussen vraag en aanbod.

In de Internationale Tarwe Overeenkomst worden de minimum en de maximum prijsgrens uitgedrukt in Manitoba I. Dit is de eerste kwaliteit Canadese tarwe en de hoogst genoteerde maaltarwe op de markt.

De bepaling van de „discounts” wordt aan koper en verkoper overgelaten. Door zelfbeperking bij de afzet en de vorming van buffervoorraden hebben de exporteurs medegewerkt aan de handhaving van de minimum en de maximum prijs. Voorts is aan een commissie van experts opdracht gegeven een waarschuwing te doen horen, indien desondanks naar haar oordeel gevaar voor het handhaven, speciaal van het minimum, dreigt te ontstaan. Een enkele maal is zulk een waarschuwing gegeven. Telkenmale is na onderling overleg een oplossing gevonden.

Voor de berekening van de heffingen, die bij invoer in de E.E.G. worden geheven, worden de c.i.f.-prijzen van alle tarwesoorten tot de prijs van E.E.G.-tarwe herleid door aftrek van de prijsverschillen, die bij verordening zijn vastgesteld. Aan de hand van deze herleide prijzen wordt één heffing voor alle baktarwes vastgesteld. Hierdoor werken de prijsverschillen, die op de internationale markt worden betaald, in de E.E.G.-markt door.

Bij het stelsel van minimum invoerprijzen, dat in het midden van 1964 in het Verenigd Koninkrijk ingesteld werd, zijn voor elke groep van min of meer gelijkwaardige tarwes afzonderlijke minimum prijzen vastgesteld. Hierdoor worden de prijsverschillen van die tarwes, waarvan de markt tot deze minimum prijs is gedaald, vastgelegd. Sommige exporteurs menen, dat de afzet van hun tarwe door deze regeling is belemmerd.

### Prijzen

**T**EN gevolge van het vóórkomen van wisselende prijsverschillen is het nog niet gelukt het prijsniveau in één cijfer uit te drukken. De prijs van Manitoba I staat op het ogenblik aan de bovenzijde van de prijschaal van de Internationale Tarwe Overeenkomst genoteerd, terwijl enkele andere tarwes worden aangeboden tegen prijzen, die aan de onderzijde van deze schaal zijn gelegen.

Alle prijzen op de internationale markt zijn in die zin kunstmatig, dat het directe verband met de prijzen, die de producenten ontvangen, o.a. door subsidieregelingen, is verbroken. Hierdoor geven deze prijzen geen inzicht in de verhoudingen in de wereldtarwehuishouding.

Evenmin geven de opbrengsten, die de boeren in de onderscheidene landen voor hun tarwe ontvangen, daarvoor enige aanwijzing. Door de garantieprijs bijv. in het Verenigd Koninkrijk van ca. f. 25 per 100 kg kan evengoed een produktie-uitbreiding of -inkrimping ontstaan als door de richtprijs van ca. f. 35 per 100 kg in de E.E.G.

Het verloop van de met tarwe geteelde oppervlakten wordt niet door deze prijsniveaus bepaald, maar door de verhouding tussen de rentabiliteit van de produktie van tarwe en die van andere sectoren van de landbouw. Ook het verloop van het verbruik wordt door concurrentieverhoudingen, i.c. met die van andere voedingsmiddelen, bepaald. De invloed op het totale verbruik hangt voorts samen met de mate waarin garantieprijzen aan de consument worden doorberekend.

### Slotopmerkingen

**C**ANADA, Australië en Argentinië hebben op het moment een zeer gunstige afzetpositie, terwijl onlangs van grote exportcontracten in Franse tarwe melding is gemaakt. De Verenigde Staten blijven worstelen met het probleem van de niet-commerciële verkopen. Dit land besteedt daarenboven een belangrijk deel van zijn inkomen aan de conventionele militaire verdediging van de Westerse democratieën en aan de exploratie en verdediging van de ruimte. De Amerikaanse dollar is niet meer de sterke valuta van voorheen en de invoering van de Great Society van President Johnson wordt vertraagd.

Speciaal gedurende het laatste jaar wordt in toenemende mate de opvatting gehuldigd, dat een vergroting van de vraag van China (vasteland), een uitbreiding van de voedsellieferingen aan de ontwikkelingslanden en een blijvende vraag van de Sowjet-Unie tot de mogelijkheden behoren, waarmede rekening gehouden moet worden. Het lijkt niet gewaagd om te veronderstellen, dat wij thans in een overgangperiode verkeren van die der surplusvoorraden naar één, waarin de noodzaak zal ontstaan om de produktie uit te breiden. De Verenigde Staten hebben hun boeren voor oogst 1967 toestemming gegeven een extra areaal, dat 20 pCt. groter is dan onze cultuuroppervlakte, met tarwe te bezaaien.

De draagwijdte van internationale goederenovereenkomsten is beperkt door de binnenlandse politieke mogelijkheden der deelnemende exporterende en importerende landen. Het is irreal om te verwachten, dat een verzekerde toegang tot de markten der importerende landen kan worden overeengekomen, waardoor aan deze politieke mogelijkheden geweld gedaan moet worden. Evenzo bestaat de kans, dat exporteurs niet meer zo ongelimiteerd als in het verleden het aanbod aan de vraag, ook van niet-commerciële aankopen, zullen kunnen aanpassen. Het is echter zeer de vraag of in een overgangperiode op drastische maatregelen moet worden aangedrongen. In zulk een periode kan, bijv. in afwachting van verdere ontwikkelingen getracht worden oplossingen te vinden door middel van een gezamenlijke financiering van de voedselhulp aan de ontwikkelingslanden en van bepaalde voorraden.

Het valt echter niet te voorspellen welke vorm en inhoud aan de toekomstige internationale samenwerking zal worden gegeven. Toevallig ter tafel gebrachte oplossingen en argumenten, wendingen op het politieke vlak en de invloed van sterke persoonlijkheden spelen daarvoor een te belangrijke rol.

Londen.

Drs. L. W. BINKHORST v. O.

# Europa-bladwijzer No. 38

## Theorie van de economische integratie

**A**LOM is de Hekscher-Ohlin-theorie ter verklaring van de internationale handel geprezen als een der voorname resultaten van het moderne economisch denken. Paradoxaal genoeg echter lijken verschillende feitelijke constatering met deze theorie in strijd. Het beroemde onderzoek van Leontief bijv. toonde aan dat de produktie van exportgoederen in de Verenigde Staten minder kapitaalintensief is dan de produktie van met importen concurrerende goederen, terwijl juist in de Verenigde Staten relatief de grootste hoeveelheid kapitaal per eenheid arbeid beschikbaar is. Deze constatering lijkt moeilijk te rijmen met een der basisstellingen van de Hekscher-Ohlin-theorie, nl. dat een land juist die goederen zal exporteren, bij welke produktie een relatief grote hoeveelheid van de in het betreffende land relatief overvloedig beschikbare produktiefactor wordt aangewend.

Peter B. Kenen meent in zijn artikel „Nature, capital and trade” (*The journal of political economy*, oktober 1965) de theorie en een aantal met de theorie in tegenspraak lijkende feiten verzoend te hebben. Hij brengt deze verzoening tot stand door het begrip „kapitaal” een andere inhoud te geven. De auteur constateert namelijk dat een belangrijk deel van de kapitaalvorming niet tot uiting komt in een groei van de fysieke kapitaalgoederenvoorraad, doch de vorm aanneemt van een verbetering van de twee andere produktiefactoren, arbeid en grond. Op basis hiervan hanteert Kenen een model waarin het kapitaal niet meer als een afzonderlijke produktiefactor in de produktiefunctie voorkomt, maar tot uiting komt in de andere produktiefactoren. Verschillende van de bovengenoemde feiten, die vaak als kritiek tegen de („orthodoxe”) Hekscher-Ohlin-theorie worden aangevoerd, blijken dan in de theorie te passen. Zo zal vrije goederenhandel in het model van Kenen niet tot egalitatie van de interestvoeten leiden. Bij toepassing van zijn gedachten op de „Leontief-paradox” komt de auteur tot de conclusie dat, indien men naast de fysieke kapitaalgoederenvoorraad ook het kapitaal dat geïncorporeerd is in de verbetering van de produktiefactor arbeid, in de berekening opneemt „... the paradox succumbs at last”.

Een andere verbetering van de Hekscher-Ohlin-theorie geeft J. L. Ford, in een artikel in *Kyklos* (1965, no. 4) onder de titel „On the structure of, and gains from, international trade”. De reeds eerder genoemde basisstelling van de theorie wordt namelijk afgeleid uit een sterk vereenvoudigd model, dat bestaat uit twee landen, twee goederen en twee produktiefactoren. Ford onderzoekt in zijn artikel of de stelling ook geldt indien men uitgaat van een wat minder eenvoudig model. Twee gevallen worden behandeld, nl. een model met drie produktiefactoren, twee landen en twee goederen en een model waarin het aantal landen, goederen en produktiefactoren op drie wordt gebracht. In beide gevallen komt Ford tot de conclusie dat de Hekscher-Ohlin-stelling geldig kan zijn. Aan het slot van zijn artikel wijdt de auteur nog enige aandacht aan de voordelen van de internationale handel, waarbij hij een onderscheid maakt tussen een situatie waarin de handel zich onbelemmerd kan voltrekken en een situatie waarin wel handelsbelemmeringen bestaan.

In hoeverre overigens het bestaan van handelsbelemmeringen een restrictief effect op de internationale handel heeft, is uiterst moeilijk na te gaan. Nog moeilijker wordt het indien men op dit terrein internationale vergelijkingen wil maken, waartoe o.a. naar aanleiding van de vorming van de E.E.G. en het voeren van de Kennedy-onderhandelingen verschillende pogingen zijn gedaan. De bekende economist *Bela Balassa* voegt hieraan in „Tariff protection in industrial countries, an evaluation” (*The journal of political economy*, december 1965) de zijne toe, waarbij hij zich uitdrukkelijk beperkt tot de bescherming van industriële produkten door middel van invoerrechten. In plaats van de nominale tarieven dienen volgens Balassa zgn. „effective rates” gehanteerd te worden, welke — rekening houdend met de tarieven op de gebruikte grondstoffen — de mate van protectie ten opzichte van de toegevoegde waarde van het eindprodukt aangeven. Deze effectieve tarieven zijn op enige uitzonderingen na aanzienlijk hoger dan de nominale tarieven. Tevens lijken de Verenigde Staten en Zweden aanzienlijk meer protectie te bedrijven dan op grond van een vergelijking der nominale tarieven zou schijnen, terwijl het omgekeerde geldt voor het Verenigd Koninkrijk, de E.E.G. en vooral Japan. Overgaande naar een onderlinge vergelijking van het beschermende effect der tarieven concludeert Balassa dat Japan en het Verenigd Koninkrijk de grootste bescherming genieten, Zweden de kleinste, terwijl de Verenigde Staten en de E.E.G. een middenpositie innemen. Ten slotte gaat Balassa na wat het effect van multilaterale tariefverlagingen op de internationale handel zou zijn. De grootste importstijging zou naar zijn mening plaatsvinden in Japan. Daarna volgen dan de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, de E.E.G. en ten slotte Zweden.

Gedurende de afgelopen 15 jaar heeft zich een indrukwekkende ontwikkeling voorgedaan van de theorie der economische integratie, en meer in het bijzonder van de theorie betreffende de douane-unie. In hoofdzaak wordt hierbij uitgegaan van economisch ontwikkelde landen. Ook voor ontwikkelingslanden kan de vorming van een douane-unie echter betekenis hebben en in de praktijk worden dan ook pogingen in deze richting gedaan. C. A. Cooper en B. F. Massell werpen hierop een theoretisch licht in „Toward a general theory of customs-unions for developing countries” (*The journal of political economy*, oktober 1965). Behalve het streven naar een zo groot mogelijk nationaal inkomen vormt de industrialisatie in ontwikkelingslanden een afzonderlijke doelstelling der economische politiek. Indien deze doelstellingen met elkaar in strijd zijn — hetgeen op korte termijn vaak het geval zal zijn — dient een optimum tussen beide doeleinden te worden bepaald. Op deze wijze kan men de gewenste omvang van de industriële produktie in een ontwikkelingsland vaststellen. Het verwezenlijken van deze omvang zal door de vorming van een douane-unie tussen twee onderontwikkelde landen gemakkelijker zijn. Immers, doordat een ruimere markt ontstaat kunnen beide landen zich specialiseren op de meest efficiënt voortgebrachte industriële goederen. Zonder douane-unie zouden in beide landen ook minder efficiënte industrieën in stand moeten worden gehouden om de gewenste omvang der industriële produktie

te bereiken. Economische integratie betekent dus dat de industrialisatiedoelstellingen kunnen worden verwezenlijkt met een geringer verlies aan nationaal inkomen dan zonder de integratie het geval zou zijn geweest. De auteurs tonen echter onmiddellijk aan dat deze stelling aan vele beperkingen onderhevig is. Indien bijv. in het ene land de in aanmerking komende industrieën alle efficiënter zijn dan die in het andere land, zal de gewenste industriële expansie zich alleen in het eerste land voordoen. In vele gevallen zal daarom het aangaan van een douane-unie tussen ontwikkelingslanden gepaard moeten gaan met een aantal aanvullende maatregelen.

#### Landbouw

**D**E landbouwproblematiek staat binnen de E.E.G. thans in het centrum der belangstelling. Onder de titel „Où en est l'Europe agricole?” is in de *Revue du Marché Commun* (december 1965) een algemeen overzicht van de stand van zaken op dit terrein verschenen. Na een beschouwing over de vele problemen waarvoor nog een regeling moet worden getroffen, merkt de schrijver van het artikel zeer terecht op dat het om juiste beslissingen te kunnen nemen noodzakelijk is een visie te hebben op de richting waarin de Europese landbouw zich moet ontwikkelen. Men dient het juiste midden te vinden tussen de noodzakelijke steun aan de landbouwbedrijven en de traditionele principes van een vrije markteconomie. Anders bestaat het gevaar dat een economisch niet levensvatbare landbouw ontstaat, hetgeen ook voor de landbouwer zelf op langere termijn hoogst ongewenst is. Helaas kan men betwijfelen of aan het in concreto gevoerde landbouwbeleid een dergelijke visie ten grondslag ligt. Prof. Dr. Th. Dams maakt dan ook in een voordracht onder de titel „Anpassungsprozesse der Landwirtschaft in der E.W.G. im Rahmen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung als Objekt der wissenschaftlichen Agrarpolitik” — afgedrukt in *Economie* (december 1965) — onderscheid tussen een praktische en een wetenschappelijke landbouwpolitiek. De eerste wordt bepaald door de belangen van en machtsverhoudingen tussen verschillende maatschappelijke groepen, de tweede dient door confrontatie van de gekozen doelstellingen en beschikbare middelen een rationeel beleid te ontwerpen. Met betrekking tot de inhoud van dit beleid staan een optimistische en een pessimistische visie tegenover elkaar. Volgens de pessimistische opvatting is de inkomensachterstand van de agrarische ten opzichte van de niet-agrarische bevolking toe te schrijven aan natuurlijke en economische nadelen en zal deze voortdurend groter worden. Het landbouwbeleid krijgt in deze visie tot opgave een inter-sectorale inkomensoverdracht tot stand te brengen. Aanhangers van de optimistische visie menen dat het genoemde inkomensverschil te wijten is aan een in vergelijking met de andere sectoren onbevredigende mate van mobiliteit van de produktiefactoren. Het landbouwbeleid dient dan ook gericht te zijn op een noodzakelijke aanpassing, welke met doelgerichte middelen moet worden bewerkstelligd.

Een van de grootste aanpassingsproblemen vormt de noodzakelijke afvloeiing van een deel van de agrarische

bevolking. De O.E.C.D. heeft onlangs een rapport gepubliceerd waarin een overzicht wordt gegeven van de maatregelen welke de leden van deze organisatie in dit verband nemen. Een samenvatting van dit rapport is verschenen in „*The O.E.C.D.-Observer*” (februari 1966) onder de titel „Integrating farm workers into industrial and urban life”. De genomen maatregelen strekken zich uit van voorlichting aan de boeren omtrent de toekomstmogelijkheden op het platteland en elders, tot aan de sociale begeleiding van afgevoelde agrariërs in de steden en bedrijven. Men krijgt de indruk dat Nederland op dit gebied in vergelijking met andere landen een goed figuur slaat.

De vermelde maatregelen vormen een onderdeel van het structuurbeleid in de landbouw. In hoofdzaak wordt dit beleid gefinancierd uit nationale middelen. Sommige projecten in de E.E.G.-landen komen echter ook in aanmerking voor financiering uit gelden van het Europese Oriëntatie en Garantie Fonds voor de Landbouw. In de „*Revue du Marché Commun*” (december 1965) geeft Hans Broder Krohn een overzicht van het budget van het Fonds voor het jaar 1965, voor zover dit betrekking had op het structuurbeleid. In vergelijking tot de nationale uitgaven zijn de bijdragen van het Fonds nog slechts gering, doch in de toekomst zullen de uitkeringen van het Fonds belangrijk kunnen toenemen. Ruim  $\frac{1}{3}$  van de uitgaven is verricht ten behoeve van projecten in Italië. Volgens de auteur kan een belangrijke vereenvoudiging van de goedkeuringsprocedure optreden, indien de projecten welke de lid-staten voor subsidiëring voordragen, ingepast zouden worden in „communautaire programma's” ter verbetering van de agrarische structuur, aan welke voorbereiding op het ogenblik door de Europese Commissie wordt gewerkt.

De botermarkt in de E.E.G. wordt sinds enige tijd gekenmerkt door een aanzienlijke overproductie. De oorzaak hiervan is dat volgens de huidige regeling de melkproductie, voor zover deze de melkconsumptie te boven gaat, automatisch voor de boterproductie wordt bestemd. Het gevolg van deze marktorganisatie is dat op 31 december 1965 de botervoorraden in de E.E.G. ca. 145.000 ton bedroegen. Nederland en Duitsland hebben dit verschijnsel trachten tegen te gaan door met toestemming van de Commissie een deel van deze koelhuisboter op hun binnenlandse markt tegen verlaagde prijzen af te zetten. De schrijver van het artikel „Situation et perspectives du marché du beurre dans la Communauté” (*Revue du Marché Commun*, februari 1966) acht deze handelwijze onjuist. De tegen verlaagde prijzen verkochte koelhuisboter remt namelijk de verkoop van verse boter, waardoor deze in grotere hoeveelheden in de koelhuizen moet worden opgeslagen. In feite komt dit systeem dus neer op een permanente subsidie ten gunste van de boterconsumptie. De auteur meent dat langs twee wegen het probleem moet worden opgelost. In de eerste plaats door het zoeken van nieuwe afzetmogelijkheden voor boter, in derde landen of binnen de E.E.G. In de tweede plaats door te streven naar vermindering van de boterproductie, bijv. door het verhogen van het vetgehalte in de consumptiemelk. Aan alle mogelijke oplossingen zijn natuurlijk bezwaren verbonden. Een combinatie van maat-

(I. M.)

**§ N.V. SLAVENBURG'S BANK §**

regelen zal het meest gewenst zijn, terwijl voor de toekomst een te sterke overproductie van boter moet worden voorkomen. In dit verband speelt de keuze van de gemeenschappelijke melkprijs (welke nog moet worden vastgesteld) een belangrijke rol.

#### Belastingen

**R**EEDS geruime tijd is een voorstel van de Europese Commissie in behandeling om voor de heffing van omzetbelasting over te gaan tot het „toegevoegde-waardestelsel”. Plannen in deze richting bestaan niet alleen in de E.E.G. In Denemarken is namelijk eveneens een voorstel tot invoering van een toegevoegde-waardesysteem aan het parlement voorgelegd. Naar aanleiding hiervan geeft *Paul Gersman* in „*The O.E.C.D.-Observer*” (december 1965) nog eens de voordelen van de „Value-added tax” beknopt weer. Dit systeem is in drieërlei opzicht neutraal, nl. ten opzichte van verticaal al of niet geïntegreerde ondernemingen, ten opzichte van arbeids- en kapitaalintensieve ondernemingen en — dit is in E.E.G.-verband uiterst belangrijk — ten opzichte van de internationale handel, daar het mogelijk is de exportrestituties exact te bepalen evenals de compenserende importheffingen. In het Deense systeem wordt voorgesteld een uniform percentage (10 pCt.) te kiezen en het systeem tot vrijwel alle goederen- en dienstentransacties uit te strekken.

#### Energie

**D**E Commissie heeft onlangs haar eerste memorandum betreffende het aardolie- en aardgasbeleid aan de Ministerraad voorgelegd. De inhoud van dit memorandum wordt in „*Petroleum Press Service*” (april 1966) kort samengevat en naar de titel te oordelen gekarakteriseerd als een „Newstart for the Common Market”. Ten einde een veilige aardolievoorziening te waarborgen beveelt de Commissie een zekere voorraadvorming en de geografische diversificatie der importen aan. Daarnaast wordt gestreefd naar een gemeenschappelijke handelspolitiek, in het kader waarvan met name in Frankrijk en Italië aanpassingen van het aardolie-importregime noodzakelijk zijn.

In het Duitse parlement heeft in maart een debat over het energiebeleid van de Bondsregering plaats gevonden. Naar aanleiding hiervan geeft *B. Huffs Schmidt* in „*Der Volkswirt*” (11 februari 1966) een voorbeschouwing, die hij „Energiepolitik gegen den Markt” heeft genoemd. Deze titel heeft betrekking op de steunverlening aan de Duitse steenkolen, die niet in de vorm van openlijke subsidiëring geschiedt. Van dit laatste is de auteur — indien steunverlening noodzakelijk is — juist een voorstander. Na afloop van het debat geeft Huffs Schmidt in hetzelfde tijdschrift (het nummer van 25 maart 1966) een kort verslag van de discussie, getiteld „Elastisches Energieprogramm”. Tot vreugde van de schrijver noemde Minister Schmücker als primaire doelstelling van de Duitse energiepolitiek „die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft durch die Bereitstellung billiger Energie zu stärken”. Uiteraard stuit men hiervan uitgaande onmiddellijk op het kolenprobleem, dat dan ook het voornaamste onderwerp van het debat heeft gevormd. De regering heeft verschillende nieuwe elementen in haar beleid geïntroduceerd. Zo zal zij geen garantie meer geven voor de afzet van een bepaalde hoeveelheid kolen. Verder heeft zij het voornemen wettelijk aan de elektriciteitsproducenten voor te schrijven het aandeel van de kolen bij de elektriciteitsopwekking op 50 pCt. te stellen. Door de auteur wordt dit voorstel op verschillende gronden scherp bekritiseerd.

Van een regelmatig lezer van deze rubriek ontvingen wij een overdruk van een artikel van *Dr. A. A. de Boer*: „Energy forecasts and planning”, verschenen in *Euro Nuclear* (december 1965, januari 1966). In dit lezenswaardige artikel bespreekt de auteur de beperkingen welke een prognos<sub>3</sub> van energieproductie en -verbruik aankleven. Desondanks is een prognose — mits regelmatig aan de feitelijke ontwikkeling aangepast — onmisbaar voor het voeren van een energiebeleid. Dit laatste is van speciaal belang voor de kernenergie, waar — zoals *Dr. De Boer* aantoonde — overwegingen op korte termijn niet tot een op langere termijn optimale produktiestructuur behoeven te leiden. Volgens voorzichtige ramingen zal in 1975 ongeveer 10 pCt. van de totale productie van elektriciteit door middel van kernenergie plaatsvinden, overeenkomende met 3 à 5 pCt. van het totale energieverbruik. Aan het slot van het artikel wordt enige aandacht geschonken aan problemen als de keuze van het meest geschikte type reactor, de bestaande verschillen in voorschriften welke internationale samenwerking bij de constructie bemoeilijken, de industriële eigendom enz.

#### Handelspolitiek

**I**N *The Journal of Common Market Studies* (december 1965, Vol. IV, no. 2) behandelt *Sydney J. Wells* in hoeverre de E.E.G. voldoet aan haar verantwoordelijkheid jegens de ontwikkelingslanden, gezien het feit dat deze landen afzetmarkten in de economisch hoger ontwikkelde gebieden nodig hebben. In het algemeen zal de economische groei, die het gevolg kan zijn van integratie, afgewogen moeten worden tegen de balans van handelscheppende en handelsomleidende gevolgen ener douane-unie, speciaal waar het erom gaat het effect van de unie op de handel en welvaart van derde landen te bepalen. Maar Wells wenst in deze groep van derde landen een onderscheid aan te brengen, aangezien een bepaalde graad van discriminatie van de zijde van de unie tegenover lage inkomenslanden waarschijnlijk een groter nadelig effect op de wereldwelvaart zal hebben dan dezelfde graad van discriminatie jegens landen met hoge inkomens. Hij gaat dan het verloop van de importen uit ontwikkelingslanden in de E.E.G. en andere geïndustrialiseerde gebieden na en komt tot de conclusie dat tot op heden nog geen sprake is geweest van een netto nadelig effect op de exporten der ontwikkelingslanden.

Dit geldt ook t.a.v. de invoer van voedingsmiddelen, hoewel hier het aandeel van de ontwikkelingslanden daalt. Er zijn eveneens weinig aanwijzingen voor een verlies van handel van de niet-geassocieerde landen aan geassocieerde landen, maar de implicaties van de Associatie-overeenkomst zijn niet zo geruststellend. Het grootste bezwaar ziet Wells echter in het buitentarief van de E.E.G. waar het bewerkte goederen en industriële produkten betreft. Het tarief stijgt sterk met de mate van bewerking. De industrialisatie van de onderontwikkelde landen wordt bovendien niet gediend door de hoge invoerrechten en kwantitatieve restricties op de invoer van textielprodukten. Hier steekt de E.E.G. zeer ongunstig af bij zowel de Verenigde Staten als het Verenigd Koninkrijk. In het algemeen geldt trouwens, volgens de schrijver, dat het nadelig effect van de invoerrechten op de industriële produkten, die voor de ontwikkelingslanden van belang zijn, bij de E.E.G. groter is dan bij de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk.

EUROPA-INSTITUUT  
van de Rijksuniversiteit te Leiden.

EUROPA-INSTITUUT  
van de Universiteit van Amsterdam.

# Stichting Het Nederlandsch Economisch Instituut

## Verkort verslag over het jaar 1965

### I. Curatorium

Het College van Curatoren, onder voorzitterschap van Jhr. Mr. J. H. Loudon, was het gehele jaar voltallig. Aan het einde van het verslagjaar traden de heren Dr. Ir. B. Bölger, Mr. Dr. L. F. H. Regout en Prof. Dr. H. M. H. A. van der Valk af; zij werden per 1 januari 1966 opgevolgd door de heren Prof. Dr. H. J. Frietema te Rotterdam, J. Kraayenhof te Amsterdam en Drs. A. C. J. Rottier te Heerlen.

### II. Directorium

De Directie werd gevormd door: Prof. Dr. L. H. Klaassen, Prof. Drs. H. W. Lambers en Prof. Dr. J. Tinbergen.

### III. Algemeen

Op 20 juni 1965 overleed op 29-jarigé leeftijd als gevolg van een verkeersongeval Drs. H. A. A. Kok; het Instituut verloor een veelbelovend medewerker en een goede collega.

Prof. Dr. H. C. Bos, aan wie op zijn verzoek wegens zijn benoeming tot gewoon hoogleraar aan de Nederlandse Economische Hogeschool, ontslag uit de dienst van het Instituut werd verleend, werd bereid gevonden voortaan als adviseur, speciaal met betrekking tot de afdeling Balanced International Growth, op te treden.

Per 31 december vertoefden vier wetenschappelijke medewerkers, die tijdelijk zijn afgestaan aan andere organisaties, in het buitenland, resp. bij het Real Estate Research Program van the University of California, Los Angeles (Verenigde Staten), de State Planning Organisation te Ankara (Turkije), het Pakistan Institute for Development Economics te Karachi (Pakistan) en bij de Comision Economica para America-Latina te Santiago (Chili).

In het verslagjaar verlieten in totaal zes wetenschappelijke medewerkers het Instituut, terwijl er acht in dienst traden; op 31 december telde het Instituut naast directeuren 45 medewerkers. Als adviseurs van het Instituut traden ook dit verslagjaar op Prof. Dr. H. C. Bos (speciaal voor de afdeling Balanced International Growth), de heer H. Molen-dijk (voor bestuursvraagstukken) en Drs. J. Muilwijk (mathematisch adviseur).

Een aantal buitenlandse economen vertoefden voor kortere of langere tijd bij het Instituut voor het verrichten van economisch onderzoek; het waren er dertien, afkomstig uit India, Japan, Nigeria, Pakistan, Peru, Turkije, Verenigde Staten, Joegoslavië en Zuid-Afrika; per 31 december vertoefden nog twee buitenlandse gasten bij het Instituut. De heer S. K. Bhatia (India) promoveerde bij Prof. Klaassen op het proefschrift „The national costs approach for the balanced economic development of India” en de heer J. C. Saigal (India) bij Prof. Tinbergen op het proefschrift „The choice of sectors and regions”.

### IV. Werkzaamheden

#### 1. Algemeen.

Het Instituut bleef belast met de dagelijkse leiding van het Centrum voor Onderzoekingswerk van de Nederlandse Economische Hogeschool, terwijl het tevens de benodigde

technische en administratieve diensten aan het Centrum verleende.

#### 2. *Economisch-Statistische Berichten.*

Het weekblad verscheen als gebruikelijk 51 maal; de jaargang telde, exclusief het register, 1.220 bladzijden. De kopijpositie was alleszins bevredigend.

#### 3. *Het onderzoekingswerk.*

Onderzoekingen met betrekking tot *projecten in het buitenland* en wel met name in de ontwikkelingslanden vroegen ook dit verslagjaar veel aandacht. In de meeste gevallen werd samengewerkt met de Stichting Nederlands Adviesbureau voor Ingenieurswerken in het Buitenland (Nedeco) te 's-Gravenhage en daarmee samenwerkende bureaus zoals Ingenieursbureau Dwars, Heederik en Verhey te Amersfoort en de International Land Development Consultants te Arnhem.

In januari werd begonnen met de uitvoering van een van het Turkse Instituut voor Mineralogie te Ankara ontvangen opdracht, welke mede gefinancierd wordt door het Bureau voor Internationale Technische Hulp van het Ministerie van Buitenlandse Zaken (I.T.H.) te 's-Gravenhage. De opdracht houdt in een algemeen onderzoek naar de plaats van de Turkse mineralen in de nationale ontwikkeling en planning speciaal wat betreft de importantie van deze mineralen voor het nationaal inkomen, de betalingsbalans en de industriële ontwikkeling; voorts een pilotstudie met betrekking tot één der mineralen, terwijl ten slotte in omvangrijke mate geadviseerd wordt bij de reorganisatie van het Research and Development Department van genoemd instituut. Het laatstgenoemde deel van de studie was aan het einde van het verslagjaar gereed; beide andere studies zullen in het voorjaar van 1966 beëindigd zijn. Een economie verbleef gedurende 9 maanden in Turkije.

Aan het einde van het verslagjaar werd in opdracht van het Kuwait Fund for Arab Economic Development (Kuwait) in Yemen een verkenningstudie uitgevoerd ter voorbereiding van een algemeen ontwikkelingsonderzoek voor dit land.

Voor het Bestuurscollege van het Eilandgebied Curaçao kwam een studie gereed over de mogelijkheden van industrialisatie van dit eiland, terwijl voorts een herziene uitgave van de in 1962 geschreven „Guide for establishment of enterprises in Curaçao” tot stand kwam.

Het aantal *transportstudies in het buitenland* breidde zich uit. Het transportonderzoek in Finland, dat einde 1964 aanving, werd in de herfst afgesloten. Het onderzoek geschiedde op verzoek van de Finse regering door een team samengesteld door Nedeco, waaraan door Prof. Klaassen werd deelgenomen. Het onderzoek had ten doel het doen van aanbevelingen voor het opstellen van een lange-termijn investeringsplan voor de infrastructuur van Finland.

Een missie van de Wereldbank stelde in het verslagjaar een onderzoek in naar het vierjarenplan van Tunesië. Voor de beoordeling van de transport- en communicatie-aspecten was een onzer transport-economen aan deze missie toe-

gevoegd en verbleef daarvoor 2 maanden in Tunesië en Washington.

Door het Instituut wordt deelgenomen aan een door de Wereldbank gefinancierde missie naar Brazilië. De taak van deze missie, die in november aanving en tot in de tweede helft van 1966 zal duren, omvat het doen van aanbevelingen met betrekking tot een juiste exploitatie van de havens van Rio de Janeiro, Recife en Santos.

Eveneens wordt deelgenomen aan een in november gestarte Wereldbank-missie naar Korea, welke werkzaamheden ongeveer zeven maanden zullen duren. Deze missie houdt zich bezig met een algemeen transportonderzoek (spoorwegen, wegen en wegtransport, havens en scheepvaart, luchtverkeer en luchthavens), waarvan de resultaten zullen worden opgenomen in het Koreaans vijfjarenplan 1967-1971.

In het laatste kwartaal werd aangevangen met het prognosticeren van het havenverkeer in een in Owendo (Gabon) aan te leggen haven.

Onder *algemene economische studies* zouden de volgende onderzoeken kunnen worden gegroepeerd: een onderzoek naar de macro-economische ontwikkeling in een groot aantal Europese landen en de Verenigde Staten voor de periode 1963-1973 alsmede een studie over de Nederlandse energiehuishouding, waarin het ontwikkelingsproces (kolen - aardolie - aardgas - kernenergie) is beschreven en waarin ramingen zijn gemaakt betreffende het mogelijk verloop in de nabije toekomst en aandacht is gewijd aan de invloeden, die de overheden door hun energiepolitiek op het ontwikkelingsproces kunnen uitoefenen. Voorts werden beëindigd de werkzaamheden voor de Hoge Autoriteit van de Europese Gemeenschap voor Kolen en Staal (Luxemburg) met betrekking tot de vooruitzichten van de uitvoer van bepaalde groepen investeringsgoederen door de landen van de Europese Gemeenschap naar een aantal andere landen, terwijl in opdracht van de O.E.C.D. (Parijs) aan het einde van het jaar nog gewerkt werd aan een „manpower”-studie over Nederland.

Op verzoek van ondernemingen werden een aantal studies uitgevoerd welke betrekking hebben op *aspecten van het werkterrein van de opdrachtgevers* en welke voor een deel in het verslagjaar gereed kwamen. Het betreft hier achtereenvolgens een onderzoek naar de plaats van een tak van industrie in het geheel van het veredelingsproces, waarop deze tak betrokken is; een onderzoek naar de toegevoegde waarde van de activiteit van een bedrijfstak; een onderzoek naar het optimale distributiesysteem in één van de Europese markten van een onderneming, alsmede vestigingsplaats- en rentabiliteitsstudies. Voorts werden adviezen gegeven op het gebied van efficiency-bewaking en organisatie.

Op verzoek van het Ministerie van Verkeer en Waterstaat werden nieuwe berekeningen gemaakt met betrekking tot de economische betekenis van de landaanwinningwerken in Noord-Groningen. Aan het einde van het verslagjaar was op verzoek van de Ministeries van Economische Zaken en van Sociale Zaken en Volksgezondheid een onderzoek aan de gang naar de invloed van de reclame voor alcoholhoudende dranken op het verbruik daarvan.

Evenals vorige jaren werden door overheden of bedrijven adviezen van het Instituut gevraagd over bestaande strijd-vraagstukken.

In de sector van het *regionale onderzoek* werden rapporten en adviezen uitgebracht aan de gemeenten Amersfoort, Amstelveen, Doorn, Ede, Emmen, Heemskerk, Hoogkerk (Gr.), Leeuwarden, Maarssen, Ottersum (L), Roermond

en Zeist. Naast de onderzoeken gericht op bepaalde projecten werden vele adviezen gevraagd en gegeven. De onderzoeken richtten zich o.m. op een aantal prognoses met betrekking tot het toekomstig aantal leerlingen voor lager, voortgezet en middelbaar onderwijs, de behoefte aan scholen, sportterreinen e.d. In de verkeerssector werden verkeersstromen geanalyseerd en parkeerproblemen onderzocht. De behoeften aan industrieterreinen en aan bedrijfsruimten in geprojecteerde winkelcentra, de aantrekkelijkheid van koopcentra en ontwikkelingsplannen waren alle onderwerp van onderzoeken. Door enige gemeenten werd advies gevraagd met betrekking tot bestaande plannen tot wijziging van gemeentegrenzen, terwijl tevens een onderzoek werd ingesteld naar de gevolgen voor een gemeente op bestuurlijk terrein, wanneer deze gemeente zich zou aansluiten bij een intergemeentelijk samenwerkingsorgaan.

Het gemeentebestuur van Maarssen gaf opdracht tot het instellen van een onderzoek naar de toekomstige ontwikkeling van het zgn. woongebied in de polder Maarssenbroek, welk onderzoek aan het einde van het verslagjaar bijna was beëindigd.

De gemeente Roermond gaf opdracht tot het instellen van een stedenbouwkundig vooronderzoek. Voor de gemeente Ede wordt een investeringsplan opgesteld (investeringsbehoeften samenhangende met de groei en ontwikkeling van deze gemeente, begroting der middelen en benadering van de investeringscapaciteit), terwijl de gemeente Doorn aan het einde van het verslagjaar opdracht gaf tot het instellen van een sociografisch onderzoek.

Binnen de afdeling *Balanced International Growth* werden in het verslagjaar de studies over de planning van het onderwijs afgesloten. Deze studies, gefinancierd door de Rockefeller Foundation, zullen in de loop van 1966 worden gepubliceerd.

Nadat enkele jaren achtereen de economische en kwantitatieve aspecten van de ontwikkeling van het onderwijs het hoofdonderwerp van het onderzoek van de afdeling is geweest, werd in de loop van dit jaar een nieuw onderwerp in studie genomen, t.w. de ruimtelijke aspecten van de economische planning. Het doel van dit project is het samenstellen van een handboek waarin methoden worden aangegeven voor de opstelling van een nationaal ontwikkelingsplan dat onderverdeeld is in regionale en lokale plannen. Er zal een poging worden gedaan de benaderingen van de centrale en lokale planning te integreren. Het onderzoek richt zich zowel op het ontwikkelen van methoden als op de verzameling van de relevante statistische gegevens. Het onderzoek wordt gefinancierd door de Amerikaanse stichting „Resources for the Future”.

Van het Secretariaat van de United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) werd opdracht ontvangen tot het uitvoeren van een studie betreffende het prijsverloop en de ruilvoet van de exporten van de ontwikkelingslanden. De studie heeft ten doel de relevante economische begrippen nader te definiëren, en maatregelen voor te stellen welke het probleem van de onvoldoende deviezenontvangsten van de ontwikkelingslanden geheel of ten dele kunnen oplossen. In het verslagjaar werd hierover een interimrapport uitgebracht.

Ten slotte zij vermeld, dat wordt deelgenomen aan een onderzoek in opdracht van de Nederlandse regering ter evaluatie van de Nederlandse overheidsontwikkelingshulp. Dit onderzoek staat onder leiding van Prof. Dr. L. H. Janssen s.j. uit Tilburg; er wordt, in samenwerking, door meerdere instituten aan deelgenomen.

DIRECTEUREN N.E.I.



# Geld- en kapitaalmarkt

## Geldmarkt

**O**NDANKS het feit, dat zich op de geldmarkt geen bijzondere ontwikkelingen voordeden, werd het officiële tarief voor callgeld op 19 juli jl. verhoogd van 4½ pCt. tot 5 pCt. Deze wijziging moet worden gezien als een wat verlate aanpassing van de officiële notering aan het tarief, waartegen in feite reeds sinds enige tijd transacties in daggeld werden afgesloten.

Op 18 juli werd, zoals min of meer gebruikelijk in deze tijd van het jaar, de bodem van de schatkist zichtbaar. Het tegoed van het Rijk bedroeg op die datum namelijk slechts f. 8 mln., ondanks de afgifte van schatkistpapier tot een bedrag van f. 40 mln. De aderlating, die de schatkist onderging — op 11 juli beliep het saldo nog f. 344 mln. — was o.m. een gevolg van de uitkering ten gunste van de gemeenten, die in het midden van de maand pleegt plaats te vinden.

De omvangrijke betalingen van het Rijk en het in disconto geven van schatkistpapier bij de Centrale Bank deden het tegoed van de banken per 18 juli stijgen tot f. 304 mln., welk laatste bedrag ruimschoots boven het compenserende deposito van f. 212 mln. lag, dat van 15 juli t/m 14 augustus gemiddeld dient te worden aangehouden. Het rekeningcourantsaldo van het bankwezen zou nog meer zijn toegenomen, ware het niet, dat een nieuwe lichte vakantiegangers zorgde voor een uitbreiding van de bankbiljetten-circulatie met f. 80 mln.

De situatie op de geldmarkt wijzigde zich na de publikatie van de weekstaat van De Nederlandsche Bank per 18 juli als gevolg van de kritieke situatie rond het pond sterling. Angstige houders van deze valuta gingen er in grote getale toe over hun riskant bezit af te stoten. De banken waren toen wel gedwongen ponden sterling om te zetten in dollars, welke zij vervolgens onderbrachten bij De Nederlandsche Bank. Deze operatie resulteerde derhalve in een verbetering van de liquiditeit van het bankwezen en deed de spanning op de geldmarkt verminderen. Naar verluidt zou de Agent van het Ministerie van Financiën daar een gepast gebruik van hebben gemaakt.

(I.M.)

**5%** Rente van uw spaargeld met een Spaardeposito (1 jaar opzegging) van de  
**Algemene Bank Nederland**  
 (Nederlandsche Handel-Maatschappij — De Twentsche Bank)

## Kapitaalmarkt

**O**P 15 juli jl. stond de inschrijving open op een 25-jarige 7 pCt. obligatielening, groot f. 75 mln. ten laste van de Nederlandse Investeringsbank voor Ontwikkelingslanden N.V. Deze emissie werd een mislukking, getuige het feit dat de inschrijvingen volledig zullen worden toegewezen. Het is denkbaar dat bepaalde beleggers geen belangstelling hebben getoond op grond van de overweging, dat zij de kapitaalverstrekking ten behoeve van de ontwikkelingslanden, waarmee de onderhavige instelling zich bezighoudt, maar een riskante aanlegenschap vonden. Zij hebben dan over het hoofd gezien dat, zoals in de prospectus was vermeld, de verstrekte leningen voor hoofdsom en rente integraal door de Staat der Nederlanden worden gegarandeerd.

Ondanks prijsstijging en geldontwaarding handhaaft zich de spreekwoordelijke spaarzaamheid van de Nederlandse bevolking. Het inlegoverschot bij de plaatselijke spaarbanken bedroeg in de eerste zes maanden van dit jaar f. 264 mln. tegenover f. 238 mln. in de overeenkomstige periode van het voorgaande jaar. Geen onbevredigend resultaat indien men bedenkt, dat de vakanties dit jaar enigszins zijn vervroegd, hetgeen de besparingen in juni niet ten goede zal zijn gekomen.

Het rendement op langlopende staatsleningen vertoonde opnieuw een stijging. Na het bereiken van een hoogtepunt op 10 juni (6,70 pCt.), volgde een daling tot 6,45 pCt. per 8 juli, waarna het rendement weer aantrok tot 6,48 pCt. per 15 juli en vervolgens tot 6,51 pCt. per 22 juli. Moraal: de kapitaalmarkt blijft zeer krap.

Indexcijfers aandelen. (1953 = 100)	30 dec. 1965	H. & L. 1966	15 juli 1966	22 juli 1966
Algemeen .....	343	361 — 290	297	290
Internationale concerns .....	477	513 — 395	406	395
Industrie .....	313	322 — 274	278	274
Scheepvaart .....	136	140 — 113	114	115
Banken en verzekering .....	180	187 — 146	150	148
Handel enz. ....	163	167 — 142	145	142

Bron: A.N.P. - C.B.S., Prijscourant.

Aandelenkoersen a).			
Philips .....	f. 112,50		f. 103,00 f. 99,70
Unilever, cert. ....	f. 114		f. 88,00 f. 85,10
Kon. Petroleum .....	f. 147,60		f. 136,80 f. 132,80
A.K.U. ....	389		335½ 324½
K.L.M. ....	f. 268		f. 517 f. 530
Hoogovens, n.r.c. ....	440		331 325½
E.M.S. ....	190		167 150½
Kon. Zout-Ketjen .....	765½		525 512½
Zwanenberg-Organon .....	f. 171		f. 169,80 f. 166
Robeco .....	f. 222		f. 202 f. 200
New York.			
Dow Jones Industrials .....	964		889 869
Rentestand.			
Langlopende staatsobligaties b)	5,98		6,48 6,51
Aandelen: internationalen b) ..	4,0		
lokale b) .....	4,2		
Disconto driemaands schatkistpapier .....	4½/8		5 5

a) Aangepast voor kapitaalwijzigingen.  
 b) Bron: Amsterdam-Rotterdam Bank.

A. WOUDHUIZEN.

U reageert op annonces in „E.-S.B.”? ★ Wilt U dat dan steeds kenbaar maken!