



Solide fundament onder koersstijging

Auteur(s):

Blom, L.
Werzaam bij de financiële research-instelling Financiële Diensten Amsterdam (FDA).

Verschenen in:

ESB, 82e jaargang, nr. 4100, pagina 267, 2 april 1997

Rubriek:

Reactie

Trefwoord(en):

aandelenmarkten

REACTIE op L.K. Dijkstra: [Lage rente, hoge koersen: een zeepbel?](#)

Het koersniveau in Nederland is vanaf begin jaren tachtig, gemeten aan de CBS-index, met meer dan een factor zes gestegen. Alleen al in het afgelopen jaar stegen de koersen met ruim 30%. Volgens Dijkstra is hier sprake van een 'zeepbel-economie'. Vooral de lage rente, die gekoppeld is aan de Duitse rentestand en daardoor niet kan worden verhoogd, is hier debet aan.

Deze stelling onderschrijf ik niet. Dat de rente in Nederland laag is ligt niet alleen aan de Bundesbank, maar is meer in het algemeen het gevolg van het gevoerde harde-valutabeleid. Een harde munt noodzaakt het Nederlandse bedrijfsleven enerzijds om scherp op de loon- en overige kosten te letten om de internationale concurrentiepositie te handhaven, en is daarbij anderzijds behulpzaam door te zorgen voor een lage (import-)inflatie en dus een lage rente. Voor een mogelijk gevaar van deze lage rente, een oplopende inflatie door 'oververhitting' van de economie, behoeft momenteel niet te worden gevreesd door de scherpe internationale concurrentie. De koersstijgingen van de afgelopen jaren zijn fundamenteel gerechtvaardigd en er is geen enkele reden om aan te nemen dat de positieve trend op zijn einde loopt.

1960: ondernemen loont niet

De onaanvaardbaar hoge inflatie in Nederland vanaf 1964, die veroorzaakt werd door loonstijgingen die de arbeidsproductiviteit overtroffen en die nog werd versterkt door de oliecrisis in 1973, stond aan de basis van een slechte rentabiliteit van het bedrijfsleven. De geschiedenis wijst uit dat zich in tijden van inflatie een herverdeling van inkomen voordoet die ten koste gaat van het winstinkomen. Door de inflatie haalden grote delen van het Nederlandse bedrijfsleven in deze periode een rendement op het eigen vermogen dat lager lag dan dat op 'risicoloze' staatsleningen. Ondernemen loonde niet en het koersniveau kwam in deze periode nauwelijks van zijn plaats. Pensioenfondsen belegden hun middelen in staatsleningen en niet in aandelen.

Ondernemen rendeert weer

In 1982 werd in het akkoord van de Stichting van de Arbeid de basis gelegd voor de loonmatiging die nu reeds vijftien jaar voortduurt. Van 1982 tot en met 1995 is het beslag van de post lonen en salarissen als percentage van de toegevoegde waarde bij de beursgenoteerde ondernemingen gedaald van 76,8 tot 65,8. De sterke loonmatiging betekende, samen met goede beleggingsresultaten van pensioenfondsen, ook een daling van de pensioenpremies. Voor een groep van 55 beursgenoteerde ondernemingen maken de kosten van pensioenvoorziening in 1995 nog slechts 4,4% uit van de totale salarislasteren.

Niet alleen de loonmatiging verklaart de daling van de loonquote, maar ook sanering en een hogere efficiëntie heeft hieraan belangrijk bijgedragen. Daarnaast was er de invloed van de lage rente: de kapitaalmarkt-rente is gedaald van 12,75 % in 1981 tot 5,75 % thans. Het kostenvoordeel hiervan is evident. Ook heeft de daling van de grondstoffenprijzen, in het bijzonder de olieprijs, het winstherstel bevorderd. Ten slotte mag de rol van de overheid niet onvermeld blijven: WIR-subsidies en een daling van de vennootschapsbelasting van 48% tot 35%.

In de beginfase van het winstherstel lag de nadruk op balanssaneering. De laatste tien jaar zijn Nederlandse bedrijven zeer actief op de overnamemarkt. De omzet- en winstgroei was voor een belangrijk deel afhankelijk van 'bijgekochte groei'. Bekende voorbeelden zijn Ahold, Hagemeijer, ABN Amro en de uitgeverij Wolters Kluwer, Elsevier en VNU. De ontwikkeling van de winst is hier sterk positief door beïnvloed.

Voor de sector handel en industrie onder de beursgenoteerde ondernemingen is de rentabiliteit van het eigen vermogen door al deze factoren gestegen tot 15% en overtreft het rendement op staatsleningen in ruime mate. Ondernemen loont weer. Dat biedt een solide fundament voor de sterk gestegen koersen.

Vraag naar aandelen groot

Ook de al eerder genoemde aanzienlijk gedaalde rente speelt bij het niveau van de koersen een belangrijke rol. Hierdoor is beleggen in

aandelen aantrekkelijker geworden ten opzichte van beleggen in obligaties. Verder is van belang dat de Nederlandse pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen, met name door de lage rente, steeds meer middelen beleggen op de aandelenmarkten.

Gunstig toekomstperspectief

Er is op dit moment geen reden om aan te nemen dat aan de gunstige ontwikkeling van de bedrijfswinsten en dus aan de koersstijging spoedig een einde zal komen. Gegeven de scherpe concurrentieverhoudingen in de wereld hebben de sociale partners er geen baat bij de lonen te laten stijgen en daarmee de rentabiliteit van het bedrijfsleven onder druk te zetten. Bovendien zijn de pensioenfondsen, door hun hoge beleggingsrendementen, in staat de pensioenlasten in 1996 en daarna laag te houden of zelfs nog verder te verlagen.

De handhaving van een gunstige concurrentiepositie blijft de basis voor een gezonde ontwikkeling van de bedrijfsresultaten. De in Nederland gevestigde bedrijven hebben een goede rentabiliteitsbasis voor versterking van de internationale marktpositie. Dat zijn de fundamentele gronden, op basis waarvan een sterke koersstijging gerechtvaardigd is.