

Toekomstmuziek

De 'wederopstanding' van de aandelenmarkten heeft de laatste drie maanden wereldwijd krachtig doorgezet. Begin 1988 kwam het koersherstel na de 'krach' van 19 oktober 1987 hortend en stotend op gang, maar zo langzamerhand is de oktober-ellende overal bijna volledig verwerkt. Voor aandelenbeleggingen is blijkbaar toch een grote bron liquide middelen beschikbaar. Vele institutionele beleggers hebben even de adem ingehouden, maar de oplopende kaspercentages werden hen toch al weer snel te gortig waardoor men de aandelenmarkt weer opzoekt. Goede economische vooruitzichten geven daaraan steun. En, gegeven deze onverwachte economische voorspoed, waarom zouden de beurskoersen dan niet de bull-markt van de goede jaren voor de krach kunnen voortzetten?

Op de Europese beurzen heeft het wenkend perspectief van 'Europa 1992' in aanzienlijke mate aan de revival bijgedragen. Er is nieuw zelfvertrouwen, verhalen van enkele jaren geleden over 'Eurosclerosis' worden herschreven. De dynamiek van de interne markt moet voor een nieuw elan zorgen. In dit klimaat heeft Arthur Andersen in 1988 een onderzoek gedaan naar de bij participanten en deskundigen levende verwachtingen voor de toekomst van de Europese kapitaalmarkten voor de komende vijf jaar. Met het eind januari uitgekomen rapport¹ kan men verscheidene kanten op. Europeanen zijn overwegend van mening dat de Europese kapitaalmarkten er goed voor staan en dat de relatieve positie ten opzichte van Japan en de VS zal verbeteren. Uitgaande van de marktkapitalisaties in 1987 (VS en Canada 37%, Japan en Pacific Basin 42% en Europa 21% van de wereldmarktkapitalisatie) verwacht men in Europa een toename van de relatieve marktkapitalisatie tot 24%. Factoren die hierbij een positieve invloed uitoefenen zijn de toename van de besparingen, afnemende fragmentatie van de nationale kapitaalmarkten, harmonisering van regelgeving en fiscale aspecten en gelijkenschakeling van de afhandelings- en leveringsprocedures.

Opvallend is dat de Japanse geënquêteerden veel minder perspectief zien voor de Europese kapitaalmarkten. Zij zien de bestaande barrières voor investeringen in Europa, zoals fragmentatie van de markten, te geringe liquiditeit en te weinig research naar individuele ondernemingen, niet of onvoldoende verdwijnen. Resultaat zal zijn dat de Japanners hun voor buitenlandse beleggingen beschikbare middelen liever richting Amerika blijven sturen. Voor Europa is dit een verontrustende ontwikkeling, gegeven het feit dat vooral Japanse liquiditeiten voorbestemd zijn om de komende vijf jaar een dominerende rol te blijven spelen op de internationale kapitaalmarkten. In de VS is men positiever gestemd over Europa. Fragmentatie van de markten acht men daar op korte termijn zelfs een voordeel, omdat dit bevorderlijk is voor de risicospreiding. De komende vijf jaar voorzien de Amerikanen een gelijke relatieve toename van de Europese marktkapitalisatie als de Europeanen zelf.

Het uiteenlopen van de verwachtingen van Japanners enerzijds en Europeanen en Amerikanen anderzijds is niet verwonderlijk. In de VS heeft men globaal gesproken Europa of Japan als alternatief voor buitenlandse aandelenbeleggingen. De kennis van zaken over Europa is voorlopig nog groter en men blijft bovendien Japan een onbegrijpelijk land vinden waar koers-

winstverhoudingen en onroerend-goedprijzen al jarenlang buiten iedere proportie zijn. Een relatieve voorkeur voor het 'goedkope' Europa is dan begrijpelijk. Voor een Japanner is de keuze VS of Europa. De grotere doorzichtigheid en liquiditeit van de markt en de nauwere relaties met de VS leiden tot een voorkeur voor de Amerikaanse markt. De conclusie van het rapport gaat echter bijna volledig voorbij aan de Japanse visie op Europa. Men blijft steken in een zo langzamerhand wat obligaataandoend geclauleerd optimisme, dat meer gebaseerd is op hoop dan op de ervaringen uit het recente verleden. Zo doet de boodschap in de conclusie dat dit onderzoek grote mogelijkheden aantoont voor Europa en dat we nog maar aan het begin staan van de eneroverende uitdaging om deze kansen te benutten, wat overdreven aan. Eén van de bedreigingen vormt bij voorbeeld de handel buiten de beurs om, de z.g. 'over the counter' (OTC-)handel. Vooral in Londen is deze OTC-handel sterk gegroeid. Grote marktpartijen kunnen er gemakkelijker uit de voeten dan op de officiële beurzen. Vanwege de steeds groter wordende rol van institutionele beleggers zal deze OTC-handel verder kunnen groeien en zullen de continentale beurzen moeite hebben dit verlies aan handel te compenseren.

De beschrijving van de vooruitzichten voor de Nederlandse kapitaalmarkt is weinig verrassend. Voor de obligatiemarkt verwacht men weinig veranderingen: de staat zal de markt de komende jaren liquide houden. Voor de aandelenmarkt (en de optiebeurs) is men niet erg optimistisch; men verwacht een lagere groei dan op andere Europese beurzen². De markt is te klein om voldoende omzet te genereren waardoor samenwerking met andere continentale beurzen een urgente kwestie wordt. Voor het behoud van de relatieve positie van Amsterdam zou een beursvriendelijker overheidsbeleid geen kwaad kunnen. Dit sluit aan op de door de beurslobby verkondigde stelling dat de overheid zich meer moet inspannen voor de particuliere belegger en dat voorkomen moet worden dat Nederlandse fondsen om fiscale redenen vooral in Londen verhandeld gaan worden.

Grootschaligheid is in de financiële sector sterk in opmars. De hoge investeringen om technologisch gezien bij de tijd te blijven in een bedrijfstak waar het bij uitstek om informatietransmissie gaat, werken concentratie in de hand. Voor veel marktpartijen betekent dit fuseren, overnemen of overgenomen worden. Voor de Amsterdamse beurs geldt waarschijnlijk hetzelfde. Voor het behoud van het internationale karakter van de beurs is voortgaande integratie met andere beurzen geboden. Het zal een lastige taak zijn om tegelijkertijd in samenwerking met de overheid aantrekkelijke voorwaarden te kunnen bieden om concurrerend te blijven ten opzichte van Londen.

A.J. Wolters

1. *European capital markets, a strategic forecast*, The Economist Publications/Arthur Andersen, Londen, 1989.

2. Tot een enigszins andere conclusie komt de Stichting Economisch Onderzoek (SEO) van de Universiteit van Amsterdam in een onlangs verschenen rapport waarin wordt gesteld dat de toenemende concurrentie niet een directe bedreiging vormt voor de internationale positie van de Amsterdamse beurs. *Het Financieele Dagblad*, 10 februari 1989, blz. 2.