

# Warschau op winst

Over de hele wereld staan de aandelenbeurzen op winst. Met koerswinsten van om en nabij de 100% krijgen opkomende markten als Taiwan, Thailand, Maleisië en Singapore alle aandacht. Niet geheel terecht, blijkt nu. Warschau heeft over het afgelopen jaar een veel spectaculairdere ontwikkeling door- gemaakt. De beursindex nam in 1993 met maar liefst 1100% toe. Waar komt deze stijging vandaan, en wat zijn de vooruitzichten voor 1994 en daarna?

De belangrijkste groeifactoren in 1993 waren de onderwaardering van de genoteerde fondsen en het toenemende vertrouwen in de beurs. Volgens Włodzimierz Magiera, vice-president van de in april 1991 gestarte Poolse aandelenbeurs, waren de koers/winstverhoudingen (k/w) met 2,5 duidelijk te laag. Hij wijt dit aan de aanvankelijke onbekendheid van lokale beleggers met het fenomeen 'aandelenbeurs' en aan de scepsis van buitenlandse beleggers ten aanzien van de Poolse economie. Gegeven de te geringe vraag kon de kwaliteit van de ondernemingen niet in de koersvorming tot uiting komen. Bovendien bood de aanvankelijk hoge reële rente op banktegoeden een aantrekkelijk beleggingsalternatief.

Magiera wijst op een drietal maatregelen die begin 1993 het beursklimaat ten goede kwamen: de goedkeuring van de (met het IMF overeengekomen) begroting voor 1993 door het Poolse parlement; de verlaging van de rentetarieven, en het besluit om koerswinsten tot eind 1995 onbelast te laten. Toen de genoteerde ondernemingen ook nog eens onverwacht goede winstcijfers lieten zien, kon een zichzelf versterkende opmars beginnen. Gegeven de stijgende beurkoersen nam de binnen- en buitenlandse vraag naar aandelen sterk toe. Hierdoor konden nieuwe emissies gemakkelijk worden geabsorbeerd (van 16 naar 22 fondsen), terwijl ook de liquiditeit van de beurs (tot f 200 mln per beursdag) en de k/w-verhouding (tot circa 30) spectaculair verbeterden.

Voor dit jaar ziet Magiera ook verschillende redenen voor optimisme. Het betreft vooral de nog steeds sterk toenemende vraag (de laatste beursgang was vier maal overtekend), en de toenemende belangstelling van grote buitenlandse beleggers, die in 1993 hun bezit tot naar schatting 25% van de beurswaarde hebben uitgebreid. Bovendien komt de massa-privatisering in 1994 pas goed op gang. Hierdoor moet het mogelijk zijn om het aantal fondsen te verdubbelen en het draagvlak voor de beurs te verbreden.

In de tot dertig gestegen k/w-verhouding ziet Magiera geen probleem. Toch lijken dergelijke hoge k/w-verhoudingen alleen vol te houden bij een snelle groei van de winst. Deze is grotendeels afhankelijk van een voortgezette economische groei (4 à 5% in 1993), die op haar beurt grotendeels afhankelijk is van het vertrouwen in het gevoerde beleid. Blijkens de vorige week ingediende begroting is de nieuwe centrum-linkse regering inderdaad van plan het stringente, met het IMF afgestemde macro-economische

beleid van haar voorgangers voort te zetten. Hiermee zou worden voldaan aan een belangrijke voorwaarde voor een verdergaande vermindering van de Poolse buitenlandse schuld. Officiële crediteuren, verenigd in de Club van Parijs, hebben immers de voltooiing van het dit jaar aflopende IMF-programma als voorwaarde gesteld voor de kwijtschelding van 50% van de uitstaande schuld. Indien deze officiële schuldreductie wordt gerealiseerd, ligt het voor de hand dat Polen ook met zijn commerciële crediteuren (Club van Londen) een akkoord zal weten te bereiken. In dat geval zal in 1994 de Poolse kredietwaardigheid formeel zijn hersteld en daarmee de toegang tot de internationale kapitaalmarkt.

Aan dit optimistische beeld kleven echter wel enkele risico's. De nieuwe begroting moet nog door het parlement worden aanvaard, liefst zonder politiek wisselgeld als de introductie van een beursbelasting. In de tweede plaats zullen ook na de schuldvermindering de aflossingsverplichtingen in 1995 weer toenemen. Om dit te kunnen financieren is een verbetering van de handelsbalans nodig, terwijl deze onder invloed van de versnellende economische groei juist verslechtert. Om deze reden verwacht de OESO in haar onlangs verschenen *Economic outlook* dat Polen in 1995 geen keus zal hebben dan de economische groei tot 3% af te remmen.

Het hoeft geen betoog dat materialisering van deze risico's de koersontwikkeling niet ten goede zal komen. De invoering van een beursbelasting ligt echter niet voor de hand. De opbrengst ervan valt immers in het niet bij het risico van tegenvallende privatiseringsinkomsten uit hoofde van een verslechterd beursklimaat. Ook het OESO-scenario van een groei-vertraging als gevolg van een bindende deviezenrestrictie lijkt heel goed afwendbaar, zelfs zonder het uitstellen van kredietlimieten bij het IMF. Tegen 1995 kan Polen de noodzakelijke deviezen zelf verdienen door hogere exportopbrengsten te genereren, zowel via de devaluatie van de zloty (8% in augustus 1993) als via een grotere toegang tot westerse markten (GATT-akkoord). Bij een toenemend vertrouwen in de Poolse economie, kunnen Poolse importen ook worden gefinancierd door Westerse exportkredieten, directe investeringen en beleggingen.

Al met al lijkt de koersontwikkeling in 1994 en daarna vooral af te hangen van vertrouwensfactoren. Deze hebben echter de neiging zichzelf te bevestigen. Een gebrek aan vertrouwen draagt ertoe bij dat de Poolse economie vastloopt op een tekort aan deviezen. Een beursval kan dan niet uitblijven. Evenzo zal een toenemend vertrouwen in de Poolse economie de koersvorming direct (beleggingen) en indirect (voortgezette economische groei) ten goede komen. Ik speculeer op het laatste. Wie volgt?

**A.R.G.J. Zwiers**