

## Winstmarges in Europa kunnen verder stijgen

*Amerikaanse bedrijven plukken de vruchten van de doorgevoerde saneringen. Voor Europa breekt die periode nu aan.*

De grote verrassing van het afgelopen jaar was de Amerikaanse aandelenbeurs. Vrijwel niemand had begin 1995, toen de Dow Jones index ruim onder de 4000 stond, durven voorspellen dat nog dit jaar de Dow het magische niveau van 5000 zou doorbreken. Menig belegger vraagt zich echter af of het einde van de rally niet in zicht begint te komen. Er zijn maar weinig beurzen te vinden die na een koersstijging van 30,6%, in het daaropvolgende jaar opnieuw forse stijgingen laten zien. De rally heeft sowieso veel langer geduurd dan de meeste strategen en analisten van Amerikaanse effectenhuisen en hun Europese collega's hadden gedacht. Zij vinden de Amerikaanse aandelen al geruime tijd aan de dure kant en

hebben in veel gevallen de rally dit jaar grotendeels gemist door te wachten op de 'onvermijdelijke' correctie, die maar niet kwam. Het zijn dan ook voornamelijk de particuliere binnenlandse beleggers die verantwoordelijk zijn voor de fraaie koersontwikkeling.

### Hoge winsten in de VS

Blijkbaar heeft de particulier wat het koersniveau betreft minder last van hoogtevrees dan de analisten. En waarom zou hij ook? De winsten zijn immers nog harder gestegen dan de koersen en de gemiddelde koers/winstverhouding ligt nauwelijks boven het historisch gemiddelde, zodat er op basis hiervan geen sprake is van hoge koersen. De hoogtevrees van de analisten wordt ook niet veroorzaakt door een te hoge koers/winstverhouding, maar door het angstige vermoeden dat die winsten wellicht een geflatteerd beeld geven van de werkelijkheid. Vanwaar die vrees?

Een belangrijke reden voor achterdocht is het feit dat de winstmarge (winst als percentage van de omzet) in de VS momenteel hoger is dan de piekniveaus in vorige conjunctuercycli. De piekmarges wordt meestal bereikt aan het einde van een expansieperiode, wanneer de bezettingsgraad optimaal is. Het feit dat de huidige winstmarge in de VS al boven vorige piekmarges ligt zou dus kunnen betekenen dat het eind van de expansie en dus van de winstgroei nabij is. Weliswaar blijkt uit de cijfers van het 'Institutional Brokers Estimate System'

(IBES, zie tabel 1) dat volgens de meeste analisten de winstmarges in 1996 nog verder omhoog zullen gaan, maar de ervaring leert dat consensus-verwachtingen niet altijd uitkomen.

Het optimisme van de consensus ten aanzien van de winstontwikkeling in de VS is vooral gebaseerd op de gunstige produktiviteitsontwikkeling, die het gevolg is van de grootscheepse herstructurering van het Amerikaanse bedrijfsleven in de jaren negentig. Dit ging gepaard met grote ontslaggolven en een neerwaartse druk op de lonen, maar ook met een stijging van de winstmarges. Nu de herstructureringen op hun eind lopen, komt het einde van de fraaie produktiviteitsverbetering in zicht.

Er zijn nog andere aanwijzingen dat de winsten in de VS wel kunnen tegenvallen. Zo blijkt het produkt van de industriële produktie en de grondstoffenprijzen exclusief voedsel (Economist-index) in de afgelopen vijftien jaar een goede voorspeller te zijn geweest van de winststijgingen van de ondernemingen vertegenwoordigd in de Standard & Poor Index (zie figuur 1).

Kortom, de kans op een teleurstellende winstontwikkeling in de VS en daarmee op dalende koersen, lijkt zeer reëel, wat overigens niet wegneemt dat de winstmarges structureel op een hoger niveau zijn komen te liggen.

### Europa

Beter zijn de winstvooruitzichten in Europa, waar in de meeste landen de winstmarge nog onder het hoge niveau van de jaren tachtig ligt (met uitzondering van het VK en Nederland, zie tabel 1). Ook hier verwachten de IBES-analisten een verdere stijging van de winstmarges in 1996. Maar hier is zo'n stijging minder onwaarschijnlijk dan in de VS, omdat de Europese winstmarges meestal nog onder het vorige piekniveau liggen, en zelfs nog onder het gemiddelde van de periode 1986-1990. Laatstgenoemde periode is met opzet gekozen ten behoeve van de vergelijkbaarheid. Net als nu was er in 1985 immers sprake van zachte landingen en een 'mid-cycle'-pauze, waarna een nieuwe periode van groei volgde.

Uitgaande van een dergelijk scenario valt dus te verwachten dat in Europa de piekmarges pas over enkele jaren bereikt zullen worden. Dat

Tabel 1. Netto winstmarges in procenten<sup>a</sup>

	piekmarge 1986-1990	gem. 1986-1990 (1)	winstmarge 1995 <sup>b</sup> (2)	winstmarge 1996 <sup>b</sup> (3)	verschil (2)-(1)	verschil (3)-(1)
VS	7,9	7,0	8,7	10,1	1,7	3,2
VK	7,6	7,1	8,4	9,3	1,3	2,3
Duitsland	2,8	2,4	2,5	3,1	0,1	0,8
Nederland	5,9	5,0	6,9	7,9	1,9	2,9
Frankrijk	4,5	3,8	3,7	4,6	-0,2	0,8
België	8,4	6,3	4,7	5,6	-1,6	-0,8
Italië	9,8	6,8	5,0	5,4	-1,8	-1,4
Spanje	12,6	10,4	9,4	11,1	-1,0	0,8
Zweden	5,1	4,9	4,9	5,7	0,1	0,9
Japan	3,5	3,0	2,4	2,7	-0,6	-0,3

a. winstmarges (winst als % van de omzet) fiscaal jaar '95 en fiscaal jaar '96 berekend op basis van IBES taxaties. Bron: IBES, MSCI, IRIS.

b. Fiscaal jaar.

geldt ook voor de VS, maar het verschil met Europa is dat in de VS de vruchten van de herstructurering al grotendeels in de winsten en de koersen zijn verwerkt. Europa daarentegen heeft die vruchten nog niet geplukt maar zit nog middenin het herstructureringsproces.

## Europessimisme

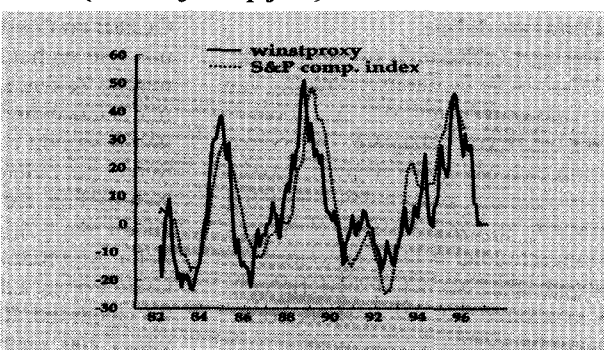
De herstructurering in Europa is des te hinderlijker nu Europa in de 'mid cycle'-pauze is aangeland. De vruchten van de herstructurering smaken zuurder dan ooit, zoals de Fransen momenteel aan den lijve ondervinden. Geen wonder dat er sprake is van een golf van 'Europessimisme'. Veel groeiramingen worden de laatste tijd naar beneden bijgesteld. Zo heeft de Duitse regering haar groei-prognose voor 1996 verlaagd van 3,0% tot 2,5% en doen recessiescenario's alweer de ronde, net als een halfjaar geleden in de VS toen men daar met de zachte landing bezig was. De meeste aandelenbeurzen hebben in de afgelopen drie maanden hierop gereageerd met koersdalingen tussen de 0,2% (Zweden) en de 13,3% (Italië). De Franse aandelenbeurs daalde met 2,5% en de Duitse beurs met 2,9%. Uitzondering hierop vormden de Nederlandse en de Britse aandelenbeurs met koersstijgingen van respectievelijk 1,0% en 2,9%. Overigens valt niet te ontkennen dat de zachte landing in Europa aanzienlijk harder aankomt dan in de VS, waar bijvoorbeeld de werkloosheid veel lager is. Maar intussen gaat de herstructurering in versneld tempo door, wat voor de IBES-analisten voldoende re-

den is om niet toe te geven aan het gevoel van Europessimisme en toch een fraaie winststijging voor 1996 te voorspellen. Wellicht denken ze daarbij terug aan de VS in de eerste jaren na de recessie van 1990/91 toen ook daar als gevolg van de structurele tegenwind somberheid troef was maar de winstontwikkeling uiteindelijk geweldig bleek mee te vallen, tot ieders verbazing.

## De regel van '20'

De vraag die bij beleggers dan naar voren komt is in hoeverre aandelenmarkten met de hogere winstmarges rekening hebben gehouden. Om dat na te gaan kan de KW (koers winst verhouding) herberekend worden onder de veronderstelling dat de winstmarge gelijk is aan het gemiddelde uit de jaren '86-'90. Deze genormaliseerde 'mid cycle KW' kan dan worden vergeleken met de KW welke resulteert uit de regel van '20' (KW + inflatie = 20). Deze vuistregel, die vooral in de VS en in het VK wordt gebruikt, houdt rekening met de renteniveaus. In perioden met lage inflatie en rente is een hogere KW toegestaan dan in perioden met een hoge inflatie en rente. Het getal twintig is echter niet heilig. Soms worden KW en inflatie over andere perioden gemeten en wordt de regel aangepast aan het niveau

Figuur 1. Winstproxy (één jaar vooruitgeschoven) en de winstindex van de 'Standard and Poor Composite Index' (beide % jaar op jaar)



slotte niet meer dan een indicatie van de huidige stand van zaken. Of de vuistregel ook voor Japan opgaat valt te betwijfelen. Door de problemen in de financiële sector en de deflatie is de KW voor Japan vertekend. Bovendien is het ons inziens niet juist om de huidige periode – met een KW op recessieniveau – te vergelijken met de perioden '86-'90, de jaren van de 'asset bubble'. Uit tabel 2 volgt dat de 'regel van 20' suggereert dat de meeste aandelenbeurzen een winstmarge gelijk aan het gemiddelde uit de periode '86-'90 nog niet hebben verdisconteerd.

## Conclusie

Door herstructureringen liggen de winstmarges in veel landen structureel op een hoger niveau. Vandaar dat verwacht kan worden dat de winstmarges in deze conjunctuurcyclus een hogere top zullen kunnen bereiken dan in het verleden. In de VS hebben de winstmarges de top uit de vorige conjunctuurcyclus al overschreden en mogelijk is de 'nieuwe' top al bereikt. Europa loopt achter de VS aan in deze conjunctuurcyclus. Dit betekent dat de winstmarges in de meeste Europese landen het komende jaar verder omhoog kunnen richting de vorige piek, of wellicht zelfs nog wat hoger.

## Marja van der Giessen

Hoewel de regel vooral in de VS en het VK wordt gebruikt, is deze hier ook op de overige Europese landen en Japan toegepast. Voor het gemak is voorsnog uitgegaan van de regel van 20. Het is ten-

Tabel 2. Vergelijking KW onder de 'regel van 20' t.o.v. de 'midcycle' KW

	inflatie 1995 <sup>a</sup>	KW onder 'regel van 20' (1)	mid cycle KW <sup>b</sup> (2)	opwaarts potentieel % (2 t.o.v. 1)
VS	2,8	17,2	16,4	4,8
VK	3,4	16,6	14,6	13,6
Duitsland	1,8	18,2	18,4	-1,1
Nederland	1,7	18,3	15,2	20,7
Frankrijk	1,7	18,3	12,6	44,9
Belgi	1,4	18,6	9,4	98,0
Itali	5,5	14,5	9,8	48,2
Spanje	4,5	15,5	7,6	103,8
zweeden	2,5	17,5	16,4	6,5
Japan	-0,3	20,3	17,6	15,5

a. verwachting IRIS. b. huidige KW uitgaande van de gemiddelde winstmarge uit de periode '86-'90.