

# Gunstig beleggingsperspectief

Het algemene beeld zoals dat uit de Miljoenennota en de Macro Economische Verkenning naar voren komt, is duidelijk positiever dan in de afgelopen jaren. Vanuit verschillende invalshoeken is natuurlijk kritiek te leveren op bijvoorbeeld de blijvend hoge werkloosheid, de forse uitgavenoverschrijdingen op de rijksbegroting en de olopende staatsschuld. Daarnaast zijn er nog de onzekerheden waarmee de macro-economische projecties zijn omgeven. Voor de internationaal opererende belegger, die gewend is met dergelijke onzekerheden om te gaan, is het beeld echter overwegend positief. Drie punten springen daarbij in het oog:

- de wereldeconomie vertoont een voortgaande, zij het licht vertragende groei, waarbij Nederland een gunstige uitzonderingspositie inneemt met een stabiele economische groei boven het gemiddelde voor de EG. Dank zij ruilvoetwinsten kan de groei van het reële nationaal inkomen volgend jaar zelfs fors toenemen. Ook op het punt van de inflatie en betalingsbalans blijft Nederland goed scoren;
- de overheid krijgt de uitgaven beter onder controle, brengt de tekorten verder terug en wil de voorwaarden scheppen waaronder het bedrijfsleven zijn positie verder kan versterken;
- het bedrijfsleven versterkt zijn internationale positie en heeft mogelijkheden om de winstmarges te verruimen.

## CPB te optimistisch?

Onder de voorwaarden van reëel constante wisselkoersen, onveranderde rentestanden en internationale renteverschillen projecteert het CPB in de *Macro Economische Verkenning 1989* (MEV) een wereldwijde groeivertraging. Hierbij valt de groei van het bnp in de Verenigde Staten terug van 4% dit jaar tot 3% in 1989; in Japan vertraagt deze groei van 5,5% tot 4%, terwijl in Europa een terugval van 3% tot 2% wordt geprojecteerd.

Bij het optimisme over de voortgaande, zij het gematigde economische groei past de kanttekening dat met name de ontwikkeling van de binnenlandse afzet in de Verenigde Staten wellicht te positief wordt ingeschat. Volgens het CPB handhaaft deze groei zich volgend jaar op het huidige niveau van 3%. Dit jaar is echter de binnenlandse afzet sterk beïnvloed door hoge investeringen in voorraden, die in 1989 naar verwachting niet opnieuw in die mate zullen optreden. Bovendien kunnen ook maatregelen ter beperking van het begrotingstekort deze groei enigszins vertragen. Dit zou dan de vrees voor een oververhitting van de Amerikaanse economie kunnen wegnemen, evenals de angst voor een verdere verkrapping van het monetaire beleid van de FED.

Een cruciale veronderstelling in het scenario van een voortgaande gematigde economische groei blijft de stabiliteit van de koers van de Amerikaanse dollar. Het tekort op de Amerikaanse handelsbalans vertoont ontegenzeggelijk

een dalende tendens. De exportindustrie profiteert van de eerdere daling van de dollar en tegelijkertijd is er sprake van importsubstitutie. Het CPB verwacht evenwel dat het effect van de daling van de dollar geleidelijk zal wegebben. Compensatie kan echter worden gevonden in de eerder genoemde vertraging van de binnenlandse afzet in de Verenigde Staten. Met name lagere consumptieve bestedingen zullen een positief effect op de handelsbalans hebben. Hierdoor krijgt de koers van de dollar een hechter fundament. Daarnaast geven centrale banken nadrukkelijk aan dat zij de huidige koers van de dollar gepast vinden. Zij onderstrepen dit regelmatig met gecoördineerde interventies. Op grond van deze factoren lijkt de veronderstelling gerechtvaardigd dat de koers van de dollar zal blijven fluctueren rond het huidige niveau.

Naast een betrekkelijke rust op het valutafront is een gematigde inflatie een noodzakelijke voorwaarde voor meer stabiliteit van de rente. De tijd van extreem lage of zelfs negatieve inflatie als gevolg van de dalende grondstoffen- en energieprijzen is achter de rug. Tegelijkertijd is in Europa en Japan een einde gekomen aan het deflatoire effect van de dalende dollar. Toch is de versnelling van de inflatie niet groot en met de alerte opstelling van de centrale banken en de verwachte groeivertraging zal zij waarschijnlijk ook in de toekomst beperkt blijven. Daarnaast speelt een rol dat de stijging van de olieprijs naar \$ 16,5 à \$ 17 per vat in 1989 door het CPB wellicht iets te hoog is geschat. Een lagere olieprijs zal een extra bijdrage aan de matiging van de inflatie geven.

Een stabiele dollar en een lage inflatie-ontwikkeling dragen bij aan een stabilisering van het Amerikaanse renteniveau. Door de voortgaande groei van de bestedingen schat het CPB de kans op een rentestijging hoger in dan die op een rentedaling. Wanneer echter kan worden uitgegaan van een vertraging in de groei van de binnenlandse afzet, mag een stabilisering van de Amerikaanse lange rente rond het huidige niveau van ca. 9% voor staatsleningen met een looptijd van 30 jaar worden verwacht.

Tabel 1. Effectentransacties buitenland

	1982-1986			1987				1988	
	1985	1986	1987	I	II	III	IV	I	II
Netto verkoop Nederlandse effecten aan het buitenland	4,8	5,0	11,9	3,8	3,3	2,0	2,9	10,3	5,9
Netto aankoop buitenlandse effecten door Nederland	4,4	16,9	7,0	4,2	0,4	2,5	-0,1	3,1	1,7
Saldo	0,4	-11,9	4,9	-0,4	2,9	-0,5	3,0	7,2	4,2
vv. obligaties	-1,6	-8,1	6,7	0,3	1,1	1,1	4,2	6,3	3,0

Bron: CPB, *Macro Economische Verkenning 1989*.

## Stabiele rente in Nederland

Het CPB verwacht voor Nederland een lichte stijging van de lange rente van gemiddeld 6,3% in 1988 tot 6,6% in 1989. Hoe past dit in het internationale beeld? Zoals reeds is opgemerkt mag een stabilisering van de Amerikaanse lange rente worden verwacht. Bij een eveneens veronderstelde stabiele dollarkoers zal het rente-écart met Duitsland en Nederland constant kunnen blijven. Omdat ook de toeneming van de inflatie in beide landen beperkt blijft kan uit hoofde hiervan een stabiele rente worden verwacht.

Kijken we naar de vraag- en aanbodverhoudingen op de kapitaalmarkt dan ziet het plaatje er niet veel anders uit. Het nationaal spaaroverschot – de keerzijde van het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans – neemt in 1989 met f 1,5 mrd. toe en draagt daardoor bij aan enige verruiming van de kapitaalmarkt. Naast het aanbod op de kapitaalmarkt vanuit het binnenland is echter ook dat vanuit het buitenland belangrijk. Het afgelopen jaar is het belang hiervan sterk toegenomen zoals blijkt uit tabel 1.

Deze toegenomen belangstelling lijkt vooral te danken aan de aangekondigde invoering van een bronbelasting op obligaties in Duitsland. Hierdoor is een omvangrijke kapitaalexport vanuit dit land op gang gekomen, waarbij ongetwijfeld een omwisseling van merken in guldens heeft plaatsgevonden. Een belangrijke factor is dat de Nederlandse staat in toenemende mate is overgegaan tot de uitgifte van z.g. 'bulletteningen' met een aflossing ineens, die beter aansluiten bij internationale leningsvoorwaarden. Het CPB merkt nu op dat de voorgenomen looptijdverlenging bij de uitgifte van staatsobligaties een zodanig negatief effect zal kunnen hebben op het buitenlandse aanbod op de kapitaalmarkt, dat hierdoor het positieve effect van de verruiming van het binnenlandse aanbod wordt gecompenseerd.

De vraag is nu of de belangstelling vanuit het buitenland volgend jaar inderdaad zal afnemen. Op dit moment lijkt het effect van de invoering van de bronbelasting in Duitsland te verminderen. Hier staat echter tegenover dat door de verlaging van de btw-tarieven de prijsindex van de gezinsconsumptie in Nederland een beperkte stijging laat zien van 0,75% in 1988 tot 1% in 1989. Hiermee steekt de ontwikkeling in Nederland gunstig af bij die in Duitsland, waardoor de buitenlandse belangstelling ook volgend jaar gewaarborgd lijkt. Overigens moet het belang van de buitenlandse beleggers niet worden overdreven. Het houderschap van Nederlandse staatsobligaties in het buiten-

land blijft aanzienlijk achter bij de belangstelling bij inschrijvingen. De conclusie lijkt gerechtvaardigd dat ook geredeneerd vanuit de vraag- en aanbodverhoudingen op de kapitaalmarkt kan worden gerekend op een stabiele lange rente in Nederland.

Tegelijkertijd moet worden geconstateerd dat de ruimte voor een rentedaling nauwelijks aanwezig is. Het structureel hogere inflatieniveau in vergelijking met dit jaar en de voortgaande economische groei bieden de monetaire autoriteiten weinig ruimte voor een versoepeling van het beleid. Hierdoor zal voor volgend jaar rekening moeten worden gehouden met een relatief klein verschil tussen korte en lange rente.

## De aandelenmarkt

Het mondiale economische beeld zoals dat met name uit de MEV naar voren komt, is in het algemeen positief voor beleggers in aandelen. Er is sprake van een voortgaande economische groei waardoor de bedrijfswinsten kunnen blijven stijgen, bij een grotere mate van stabiliteit op zowel het rente- als valutafrent. Het Nederlandse bedrijfsleven kan profiteren van de hierboven geschetste internationale ontwikkeling. Bovendien is het beleid van de regering erop gericht 'de voorwaarden te scheppen' waaronder het bedrijfsleven zijn positie verder kan versterken. De vraag is in hoeverre het gunstige perspectief reeds is verdisconteerd door de Amsterdamse beurs.

Sinds het begin van dit jaar zijn de koersen op de Amsterdamse beurs met gemiddeld ruim 30% gestegen, waarmee Amsterdam zich positief onderscheidt van andere Europese effectenbeurzen. Bedacht moet echter worden dat ook de koersdalingen na oktober 1987 relatief groter waren. Een belangrijke factor hierin was het feit dat met name Britse en Amerikaanse beleggers nog geruime tijd na de beurskrach winst bleven nemen op Nederlandse aandelenbezittingen<sup>1</sup>. De koersdaling van de dollar en het pond speelde hierbij een belangrijke rol. Ondanks de lagere aandelenkoersen was er gerekend in de oorspronkelijke valuta nog voldoende ruimte voor winstnemingen.

Gezien de in mondiaal opzicht geringe marktkapitalisatie van de Nederlandse aandelenbeurs is de invloed van het gedrag van de buitenlandse beleggers relatief groot. In het licht hiervan is het interessant te bezien hoe de presentatie van de Miljoenennota en de MEV overkomt bij de buitenlandse belegger. Een internationaal opererende belegger in aandelen bouwt zijn portefeuille primair op in termen van over- of onderweging ten opzichte van een be-

paalde standaard- of referentie-index. Op basis van economische projecties wordt de geografische spreiding vastgesteld met wegingen in het Verre Oosten, Noord-Amerika en Europa. Daarna wordt dit verder uitgebouwd door middel van wegingen naar landen, bedrijfstakken en pas op de laatste plaats worden specifieke fondsen gekozen.

Gezien de huidige economische perspectieven lijkt belegging in Europa voorlopig enige voorrang te verdienen. In het Verre Oosten blijven de aandelenkoersen relatief hoog en heeft de recente stijging van de dollar geleid tot een grotere angst voor geïmporteerde inflatie. In de Verenigde Staten overheerst nog steeds de onzekerheid over de vraag hoe het begrotingstekort wordt aangepakt en in het verlengde daarvan ook het tekort op de handelsbalans kan afnemen. De voortgezette economische groei, gekoppeld aan een blijvend lage inflatie rechtvaardigt ten minste een normale weging voor Europa. Voor de in dollars rekenende belegger speelt hier bovendien de geprojecteerde stabilisering van de Amerikaanse dollar een rol.

De aandelen in Europa zijn niet extreem hoog gewaardeerd, waardoor belegging in aandelen wordt beloofd met redelijke risicopremies. De voortgaande economische groei draagt bij aan positieve winstverwachtingen voor het bedrijfsleven. De Europese eenwording levert daarnaast op langere termijn een positieve bijdrage aan de economische groei. Op de korte termijn speelt Europa 1992 bovendien een overheersende rol in een reeks van overnemingen die het beursklimaat stimuleren. Wat zijn nu, in het licht van de Miljoenennota en MEV, belangrijke overwegingen voor een internationale belegger om binnen de Europese aandelenportefeuille een overweging aan Nederland toe te kennen?

## Opvallende ontwikkeling in Nederland

In 1989 vertoont het bnp in Nederland een groei van 2,5%, vergeleken met 2% voor het gemiddelde van de EG. Belangrijker is waarschijnlijk nog het feit dat naast dit in absolute termen gemeten hoge groeniveau, de groei van het Nederlandse bnp op hetzelfde niveau blijft, daar waar binnen de EG een vertraging van de groei van 3% in 1988 tot 2% in 1989 wordt geprojecteerd. Dank zij ruilvoetwinsten neemt de groei van het reële nationale inkomen zelfs fors toe van 1,75% in 1988 tot 3% in 1989. Voor buitenlandse beleggers zijn dit belangrijke gegevens. Der-

1. DNB, *Kwartaalbericht 1988/1*, tabel 6.5.

Tabel 2. Internationale vergelijking van de winstquote, 1977=100

	1982	1987
OESO	100	105
EG	104	112
Nederland	89	142

Bron: CPB.

gelijke beleggers hebben de neiging hun middenenstroom steeds in de richting te sturen van die landen waar de economische groei gunstig afsteekt.

Daarnaast blijft ook de winstontwikkeling van het Nederlandse bedrijfsleven de aandacht trekken. Sinds 1982, het begin van de internationale beurs-hausse, hebben de winsten zich in Nederland duidelijk beter ontwikkeld dan internationaal het geval was, zoals blijkt uit tabel 2. De meer dan gemiddelde groei in 1989, gekoppeld aan lagere loonkosten per eenheid produkt, lijkt een voortzetting van deze trend te waarborgen.

Incidenteel heeft ook de vervanging van de WIR door de verlaging van de vennootschapsbelasting en de overheveling van de AKW-premies naar het rijk een positief effect. Dit is een gevolg van het feit dat de meeste Nederlandse bedrijven in het verleden egalisatierekeningen voor WIR-premies hebben opgebouwd waaruit, analoog aan de afschrijvingen op de investeringen waarop deze WIR-premies betrekking hebben, gelden vrijvallen ten gunste van het resultaat. Het negatieve effect van

de afschaffing van de WIR dringt hierdoor pas geleidelijk door in het resultaat. Hier staat tegenover dat de compenserende maatregelen wel direct en volledig doorwerken in het resultaat. Per saldo bedraagt het positieve effect voor het bedrijfsleven in 1989 f 2,6 mrd.

Verder kan ook de stabilisering van de valutakoersen bijdragen aan een betere winstontwikkeling. Het Nederlandse bedrijfsleven is sterk internationaal georiënteerd. De voortdurende daling van de dollarkoers heeft de in de Verenigde Staten gerealiseerde winsten sterk gedrukt. Aan dit proces lijkt nu een einde te komen. Overigens lijkt de sterk internationale oriëntatie in het kader van de Europese eenwording en de toenemende globalisering van markten eveneens een pluspunt voor de Nederlandse aandelenmarkt.

Geconcludeerd kan worden dat het positieve beeld in de Miljoenennota en de MEV aansluit bij de positieve trend op de Nederlandse beurs. Indien de internationale conjunctuur niet tegen zit, en er is vooralsnog geen reden om hiervan uit te gaan, mogen we een continuering van deze trend verwachten.

F. Mahieu  
R. Verdam

De auteurs zijn medewerker respectievelijk hoofd van de afdeling Research van F. van Lanschot Bankiers NV. Het artikel is een bewerking van het commentaar dat in een extra editie ter gelegenheid van de derde dinsdag van september van *Beleggen met Van Lanschot* is verschenen.

## Onderzoek

**G. Sierksma: The skeleton of the symmetric traveling salesman polytype is Hamiltonian.** Research memorandum 252, Instituut voor Economisch Onderzoek, Rijksuniversiteit Groningen, 1988.

**H.W. Plasmeijer en M.A. van Terwisga: Two can play at this game! On the political economy of housework.** Research memorandum 261, Instituut voor Economisch Onderzoek, Rijksuniversiteit Groningen, 1988.

**G. de Wit en F. van Winden: An n-sector, n-group behavioral model of self-employment.** Research memorandum 8815, Economische faculteit, Universiteit van Amsterdam, 1988.

**J.B.G. Frenk: A general framework for stochastic one-machine scheduling problems with zero release times and no partial ordering.** Rapport 8819/A, Econometrisch Instituut, Erasmus Universiteit Rotterdam.

**R. Klunder: Verlaging van het btw-tarief in de woningbouw.** Memorandum nr. 15, Instituut voor Onderzoek van Overheidsuitgaven, Den Haag, 1988.

**K.A. Heineken: Waarom het miljoen werklozen er niet kwam; een 'what-if'-simulatie van de middellange-termijnverkenning 1984-1987.** Werkdocument 24, Centraal Planbureau, Den Haag, 1988.

**PR. Spierings: Naar een theorie van financiële intermediatie.** Research memorandum 8814, Economische faculteit, Universiteit van Amsterdam, 1988.

**M. van den Brink e.a.: Economisch-technologisch trendrapport. Achtergrondstudie ten behoeve van het Hoger-onderwijs- en onderzoeksplan 1988.** HW/T-verkenning 21, Hoger Onderwijs en Wetenschappelijk Onderzoek, Ministerie van Onderwijs en Wetenschappen, 1988.

**S. Maijor: On the desirability of accounting regulation.** Research memorandum 88-008, Economische Faculteit, Rijksuniversiteit Limburg, Maastricht, 1988.

**H. Bierings en J. Muysken: A note on the robustness of the normal and lognormal density function in quantity rationing models.** Research memorandum 88-010, Economische Faculteit, Rijksuniversiteit Limburg, Maastricht, 1988.

**F.C. Palm en G. Pfann: Interrelation, exogenous shocks, and cointegration in a multivariate adjustment rational expectations model: an application to manufacturing factor demand in the Netherlands.** Research memorandum 88-009, Economische Faculteit, Rijksuniversiteit Limburg, Maastricht, 1988.

**H. Bierings en J. Muysken: Nested employment functions and structural unemployment; with an empirical application to the Dutch and Belgian economy.** Research memorandum 88-005A, Economische Faculteit, Rijksuniversiteit Limburg, Maastricht, 1988.

**.R. Heij, J. Hofland en R.D.J. Nieuwenhuizen: Evaluatie Rijksregeling welzijn minderheden.** Ministerie van WVC en Instituut voor Onderzoek van Overheidsuitgaven, Den Haag, 1988.

**A. Brouwer: Berichtgeving aan ondernemingsraden over arbeidsvoorwaarden.** ESI-VU, Amsterdam, 1988.

**A.J. van Reeken: Information and the small business sector.** Research memorandum 88-007, Economische Faculteit, Rijksuniversiteit Limburg, Maastricht, 1988.

**G.H. Kuper: A survey of multisector models.** Research memorandum nr. 268, Instituut voor Economisch Onderzoek, Economische Faculteit, Rijksuniversiteit Groningen, 1988.

**J. Ponstein: Optimization constrained by semidefiniteness.** Research memorandum nr. 265, IEO, Economische Faculteit, Rijksuniversiteit Groningen, 1988.

**M.J. Brand: Industriële inkoopmodellen; een literatuurstudie.** Onderzoeksmemorandum nr. 266, IEO, Economische Faculteit, Rijksuniversiteit Groningen, 1988.

**G.F. Pikkemaat: An economic micro-macro model with explicit information processing.** Research Memorandum nr. 269, IEO, Rijksuniversiteit Groningen, 1988.