



Als Amerika kou vat, niest Europa

Auteur(s):

Giessen, M.C. van der

*De auteur is werkzaam bij de afdeling Strategie van IRIS, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robecogroep.***Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4053, pagina 331, 10 april 1996

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

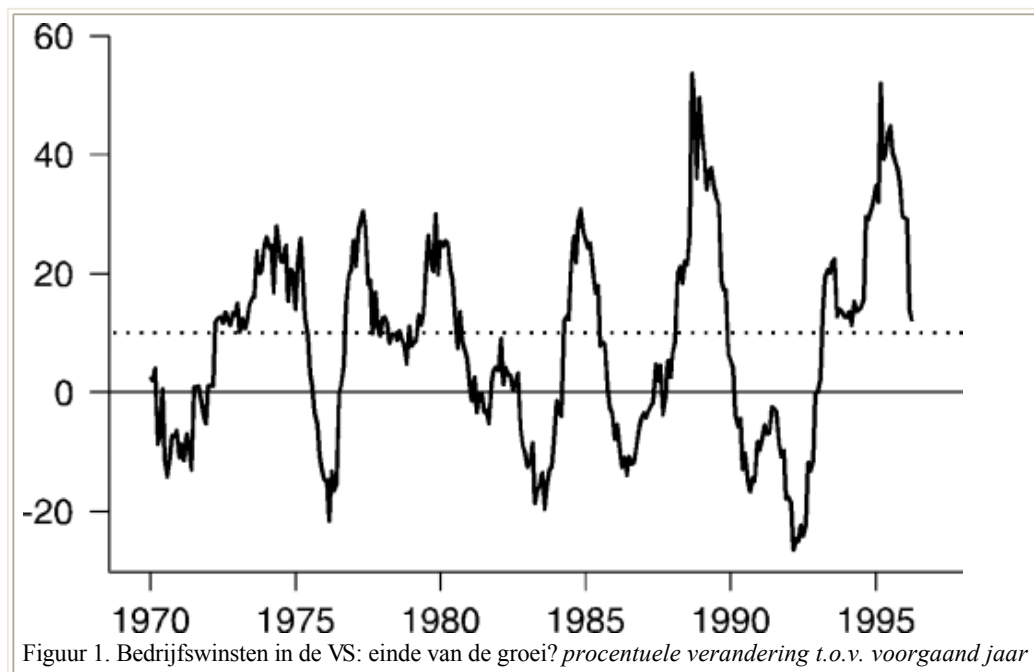
financiële, markten

Het einde van de rally op Wall Street lijkt in zicht. Zal een koersdaling overwaaien naar Europa?

De Amerikaanse economie is aan een nieuwe versnelling begonnen. De fabrieksorders nemen toe, de consument krijgt meer vertrouwen en er zijn in het eerste kwartaal ruim 600.000 banen bijgekomen. Daarnaast liet de leidende economische indicator over februari een grote stijging van 1,3% zien. Nu de economie weer aantrekt is de kans op een verdere renteverlaging door de Fed sterk verminderd. Het einde van een rally op Wall Street waarbij de koersen sinds 1995 meer dan 35% stegen lijkt daarmee in zicht. Het afgelopen jaar heeft de binnenlandse belegger aangespoord door renteverlagingen veel geld in beleggingsfondsen gestoken die op de Amerikaanse aandelenbeurzen beleggen.

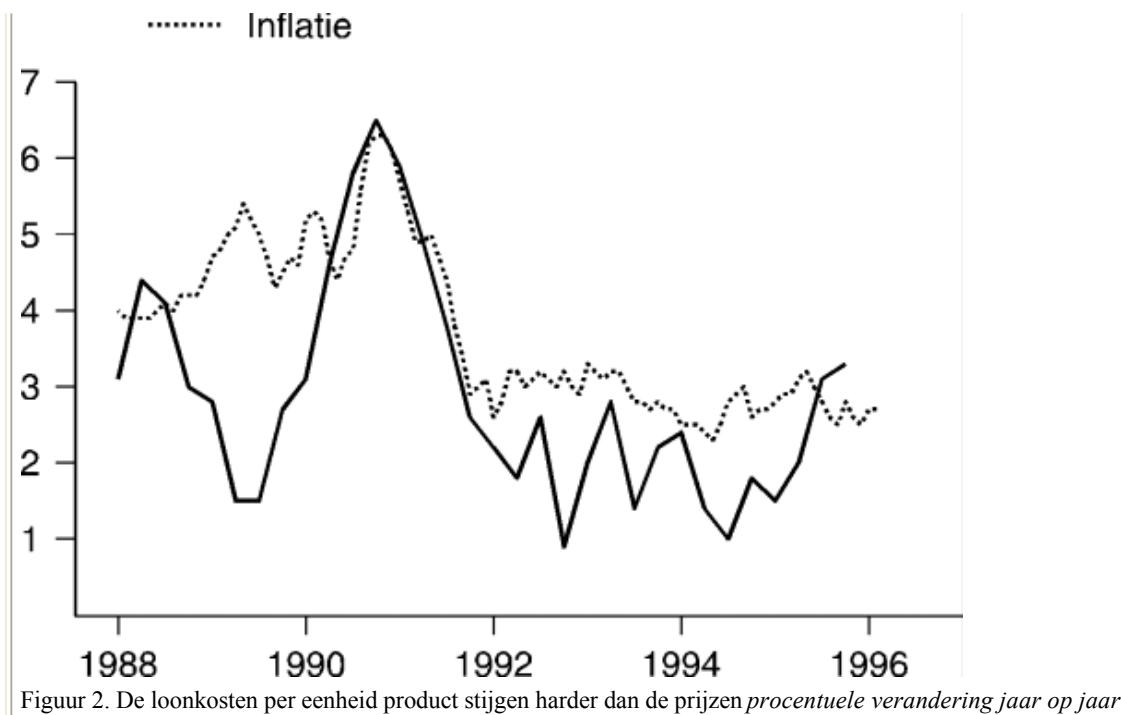
Winstmarges

Het verleden leert dat de aandelenkoersen nadat de lange rente, zoals nu, het cyclische dieptepunt is gepasseerd nog wel enkele maanden verder kunnen stijgen als de winsten blijven stijgen. Maar deze keer staan de winstmarges juist onder druk. Hoewel de winstgevendheid van het Amerikaanse bedrijfsleven de afgelopen jaren flink is toegenomen, zijn er aanwijzingen dat er een einde komt aan de sterke winstgroei ([figuur 1](#)).



Immers, sinds medio 1995 stijgen de loonkosten per eenheid product sterker dan de consumentenprijzen ([figuur 2](#)). De meeste ondernemers kunnen wegens gebrek aan 'pricing power' de hogere kosten niet of onvoldoende in de prijzen doorberekenen. Verdere besparing op loonkosten door nog meer herstructurering en afslanking is in veel gevallen niet meer mogelijk. Bovendien zijn als gevolg van de automatisering de vaste kosten sterk gestegen. Zo is de afgelopen twintig jaar de hoeveelheid kapitaal per arbeidsplaats in de industrie meer dan verdubbeld. Dit betekent dat bij tegenvallende vraag bedrijven eerder geneigd zullen zijn de prijs te laten zakken om het volume op peil te houden. Het gevaar dreigt dus van twee kanten, namelijk teleurstellende winsten bij zwakke groei en rentestijging bij krachtige groei. Naarmate de expansie vordert wordt het steeds moeilijker om beide risico's te blijven vermijden.

— Loonkosten



Sterke correlatie Europa - VS

Mocht de Amerikaanse aandelenbeurs als gevolg van teleurstellende bedrijfswinsten en/of een rentestijging een (kleine) correctie laten zien, welk gevolg zal dat dan hebben voor de Europese aandelenbeurzen?

De Europese aandelenmarkten reageren elk in verschillende mate op bewegingen van Wall Street. De beurzen van het Verenigd Koninkrijk, Nederland en Zwitserland, vertonen de sterkste correlatie met de Amerikaanse aandelenbeurs (correlatiecoëfficiënt van 0,6). Voor Frankrijk, Duitsland en Italië is dat lager, resp. 0,5, 0,4 en 0,2.

Gegeven de samenhang tussen de Amerikaanse en de Europese aandelenmarkten, die bovendien de afgelopen jaren sterker is geworden, is het interessant om te weten hoe in het verleden Europese aandelenbeurzen reageerden op een correctie in de VS. Het Amerikaanse effectenhuis Morgan Stanley heeft dit over de afgelopen 25 jaar onderzocht voor koerscorrecties van 10% of meer in de VS. In [tabel 1](#) zijn de resultaten weergegeven, aangevuld met perioden waarin de Amerikaanse koersen met 5 tot 10% daalden. Dan blijkt dat in de afgelopen 25 jaar de Amerikaanse aandelenbeurs 13 keer een correctie van 5% of meer liet zien. Van deze 13 keer liet de MSCI-Europe index 8 keer een negatieve performance zien. Dit is minder dan men op grond van de sterke correlatie in eerste instantie misschien zou verwachten. Halverwege de jaren zeventig, begin jaren tachtig konden de Europese markten een correctie in de VS van zich afschudden. Het ging hier om een correctie in de VS van minder dan 15%. Bij correcties van 20% of meer gingen Europese aandelenbeurzen ook onderuit.

Tabel 1. Koersveranderingen Europese aandelenbeurzen in perioden waarin de koersdaling van de 'Standard and Poor 500'-index groter is dan 5%

	VS	MSCI	VK	Dld	Fra.	Nl.	It	Zwi	Zwe
	Eur								
01/01/70 - 01/07/70	-21	-15	-15	-25	na	-11	-11	-17	na
18/03/71 - 25/11/71	-11	2.	32	-18	na	-14	-25	1	na
01/01/73 - 07/10/74	-45	-42	-65	-30	-40	-41	-20	-50	na
10/07/75 - 17/09/75	-13	2	2	-3	-2	0	-4	-7	0
22/09/76 - 03/03/78	-19	6	32	2	-11	1	20	8	-16
08/09/78 - 17/11/78	-12	-1	-8	0	8	-11	-2	-4	-8
12/02/80 - 25/03/80	-16	-6	-8	-6	-12	-12	2	-11	0
31/03/81 - 06/08/82	-24	0	7	4	-27	-6	-36	-18	32
07/10/83 - 15/06/84	-13	8	10	0	21	9	5	5	-2
02/07/86 - 29/09/86	-9	-1	-7	3	9	-8	7	-2	5
20/08/87 - 03/12/87	-33	-29	-28	-33	-30	-36	-16	-32	-29
16/07/90 - 29/10/90	-18	-19	-15	-25	-20	-15	-23	-23	-30
02/02/94 - 01/04/94	-8	-8	-12	-2	-12	-8	10	-10	-12
Tot. negatieve performance		8	8	8	8	10	8	10	6

VS: S & P, VK: FTSE-all share, Dld: DAX-index, Fra: Datastream market, It: BCI-general, Zwi.: SBC general, Zwe.: Veckans Affarer.
Bron: Morgan Stanley, IRIS Research, Datastream.

De stijging van de Amerikaanse 30-jaars rente van 7,2% in januari 1987 tot 10,2% in oktober was een belangrijke aanleiding voor de crash van dat jaar. In aanvulling op bovenstaande analyse is daarom nagegaan wat de kapitaalmarktrente in de diverse landen in de bewuste perioden deed. In de VS steeg in tien van de dertien perioden de kapitaalmarktrente terwijl de Europese kapitaalmarktrenten minder vaak

stegen. De hypothese dat Europese aandelenbeurzen met een correctie in de VS meegaan wanneer de Europese kapitaalmarktrente stijgt, en dat Europese aandelenbeurzen zich kunnen onttrekken aan een koersdaling op Wall Street wanneer de kapitaalmarktrente in Europa daalt is statistisch getoetst en bevestigd op een significantieniveau van 95%.

Loskoppeling VS-Europa mogelijk

Wat betekent dit voor de huidige situatie? In tegenstelling tot de VS laten de Europese landen nauwelijks tekenen van economische groei zien. In Duitsland bijvoorbeeld lag de industriële productie in februari bijna 5% onder het niveau van een jaar geleden. Met als gevolg dat de speculaties over een volgende renteverlaging door de Bundesbank weer zijn opgelaaid. Met andere woorden, hoe eerder de correctie op de Amerikaanse aandelenbeurs plaatsvindt, des te groter is dan ook de kans dat Europa nog niet toe is aan een rentestijging en zich daardoor zou kunnen onttrekken aan een koersdaling.

In Europa hoeven we bovendien niet te vrezen voor tegenvallende bedrijfswinsten. De herstructureringsprogramma's zijn nog in volle gang en in tegenstelling tot de Amerikaanse bedrijven hebben veel Europese bedrijven hun piekwinsten nog niet bereikt. Bovendien stonden het afgelopen jaar veel bedrijfswinsten onder druk als gevolg van de zwakke Amerikaanse dollar. Nu de dollar sterker is geworden, is die druk verminderd. Maar ook nu moet gezegd worden dat niet alle Europese landen even dollargevoelig zijn. Met name de markten van Nederland, Zwitserland en België zullen het meest hiervan profiteren. De kans lijkt daarom klein dat de Europese markten langdurig gestraft zullen worden door een koersdaling op Wall Street.