



## Als de EU één aandelenmarkt zou hebben ...

**Auteur(s):**Overbeeke, R. van  
Smit, R.*De auteurs zijn werkzaam bij het Economisch Bureau van ING Nederland. Dit artikel is gebaseerd op de ING-studie Financiële markten en de euro die binnenkort zal verschijnen.***Verschenen in:**

ESB, 82e jaargang, nr. 4116, pagina 620, 13 augustus 1997

**Rubriek:**

Monitor

**Trefwoord(en):**

financiële, markten, aandelenmarkten

*De euro zal de integratie van de Europese kapitaalmarkten versnellen. In dit artikel wordt nagegaan welk effect dat zal hebben op de handel in aandelen.***Over het algemeen wordt verwacht dat de invoering van de euro op de Europese geld- en obligatiemarkten de grootste invloed zal uitoefenen. Een reden hiervoor is dat op de aandelenmarkten de internationale integratie, gemeten naar de samenstelling van aandelen- en obligatieportefeuilles van professionele beleggers, verhoudingsgewijs al een stuk verder is voortgeschreden. Dit neemt echter niet weg dat de komst van de euro ook op de aandelenmarkten aanzienlijke gevolgen zal hebben.**

Ten dele loopt deze invloed doordat de invoering van de euro effect heeft op de rente, de wisselkoersen en de groeiverwachtingen, maar deze factoren blijven hier buiten beschouwing. Wij richten ons op het effect van de rente-convergentie en de synchronisatie van de rente- en het conjunctuurverloop binnen het EMU-gebied. Hierdoor zal het volgen van een (tactische) landenstrategie minder aantrekkelijk worden en zullen sectorstrategieën aan belang winnen. Daarnaast zal de euro zorgen voor een snellere integratie van de Europese kapitaalmarkten, doordat valutarisico's geheel verdwijnen.

Een veel groter scala aan beleggingsobjecten zal straks immers voldoen aan de vereisten op het gebied van 'currency matching'. Wanneer beleggers hun beheerde vermogens gaan spreiden binnen de EMU-brede thuismarkt, zou ook dat de aandelenkoersen kunnen beïnvloeden. De gevolgen voor de verschillende markten worden in dit artikel onderzocht.

### Afnemende landenverschillen

Door de moneaire integratie zullen waarderingsverschillen van aandelen, zoals bijvoorbeeld zijn af te meten aan de koers/winstverhouding, afnemen. In [tabel 1](#) zijn de belangrijkste factoren op een rijtje gezet, die de verschillen in deze verhouding tussen fondsen bepalen. Deze factoren zijn onderscheiden naar bedrijfs- en landspecifieke factoren.

Tabel 1. Determinanten van koers/winstverhoudingen  
de cijfers geven het maximale procentuele effect aan

Bedrijfsspecifiek		Landspecifiek	
Marktkapitalisatie	7	Rente	37
Hefboomwerking	9	Risicohouding beleggers	26
Winstvariabiliteit	4	Belastingstelsel	48
Accounting principes	11	Koerstrend	12

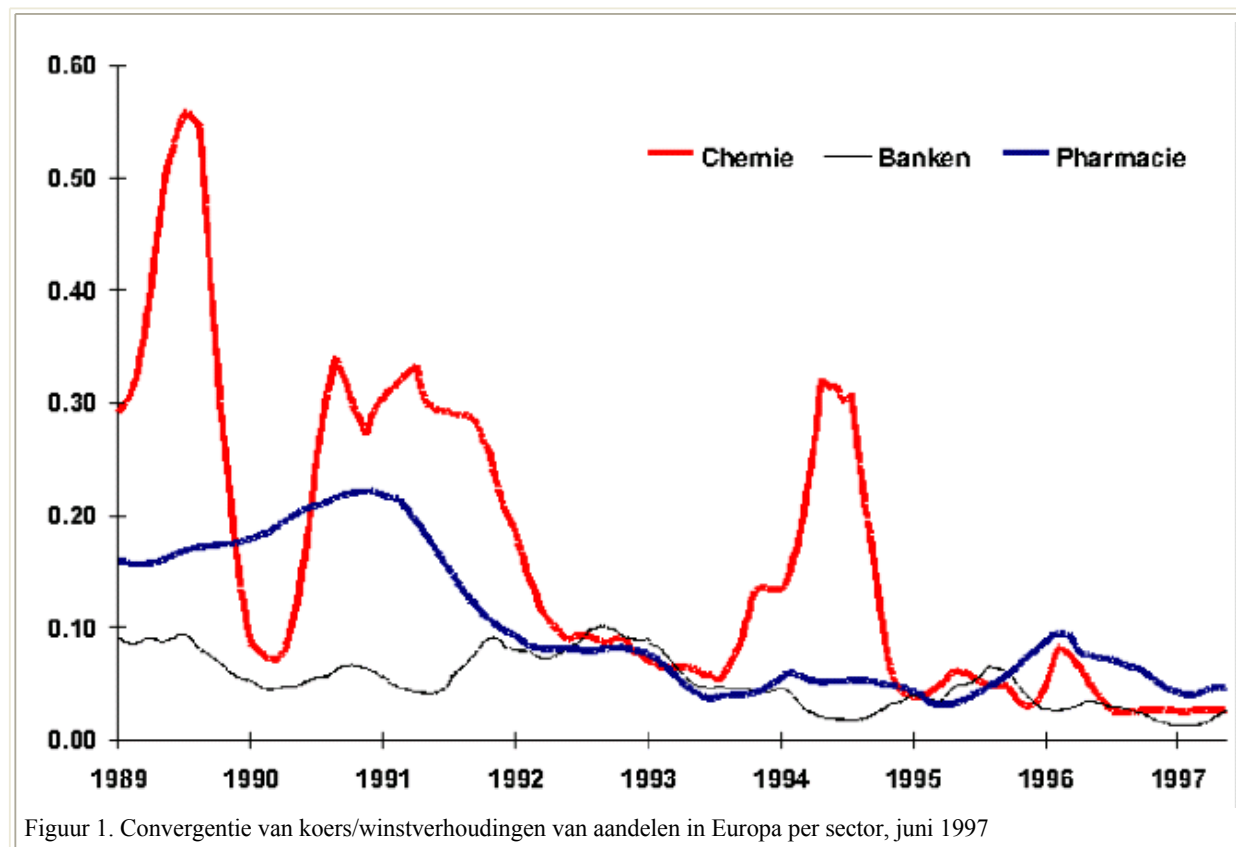
Bron: M. van Leeuwen en H.M. Budil Nadvornikova, *Prices/ earnings ratio's*, Stichting voor Economisch Onderzoek, mei 1994, Amsterdam. Dit onderzoek naar waarderingsverschillen van aandelen in Europa heeft betrekking op de landen Nederland, Duitsland, Frankrijk, Zwitserland en het Verenigd Koninkrijk.

Momenteel zijn de land-specifieke factoren het belangrijkste. De koers/winstverhouding wordt sterk bepaald door het belastingstelsel, de lange rente en de risicohouding van beleggers. Risicomijdende beleggers hebben een voorkeur voor de eigen markt (de 'home bias'). Dit is overigens niet alleen een gevolg van hun voorkeuren, maar ook van wettelijke beperkingen voor buitenlandse beleggingen waaraan veel verzekeraars en pensioenfondsen zijn onderworpen. De vraag van beleggers op hun thuismarkt ondersteunt de koers/winstverhouding op die markt.

Door de Europese integratie zullen landspecifieke factoren aan belang inboeten. Met de integratie van kapitaalmarkten zullen de Europese regeringen zich meer dan nu gedwongen voelen om de belastingssystemen in de Europese Unie te harmoniseren. Mogelijk wordt ook de accountancyregulering op Europees niveau geharmoniseerd, hetgeen de ruimte voor het hanteren van afwijkende

landspecifieke normen en gewoonten kan beperken. De lange rente zal door eliminatie van het wisselkoersrisico en het geïntegreerde monetaire beleid in het gehele EMU-gebied hetzelfde zijn, afgezien van renteversillen die samenhangen met het debiteurenrisico. De lange rente in het EMU- gebied is overigens al vrijwel volledig geconvergeerd. De EMU kan ervoor zorgen - door het wegnemen van wisselkoersrisico's en het verdwijnen van informatieverschillen - dat het verschil in risicobereidheid van nationale of binnenlandse beleggers binnen de EMU aan betekenis verliest. Beleggers zijn hier niet langer aangewezen op de lokale aandelenmarkt en zijn bedrijven uit landen met weinig risicozoekende beleggers niet langer afhankelijk van de risicobereidheid van de lokale beleggers.

Alles bij elkaar valt het te verwachten dat de ontwikkeling van de aandelenkoersen van bedrijven uit verschillende landen zal convergeren. Als landenverschillen verdwijnen zullen de Europese beurzen zich dus meer dan nu als één beurs gaan gedragen. Dat deze convergentie tussen landen al in gang is gezet blijkt uit [figuur 1](#), waarin te zien is dat in Europa de verschillen in de koers/winstverhouding per sector flink zijn afgenomen. Omdat koers/winstverhoudingen per sector sterk verschillen is de convergentie in de Europese landen op sectorniveau bekeken. De grafieklijnen geven voor drie sectoren de standaarddeviatie van (het voortschrijdend gemiddelde van) de sectorale koers/winstverhoudingen in Duitsland, Italië, Frankrijk, Spanje, Groot-Brittannië en België. De doorgetrokken lijn laat bijvoorbeeld zien dat de standaarddeviatie van de koers/winstverhoudingen in de chemie in de verschillende Europese landen in de periode 1989-1997 is afgenomen. Er is dus sprake van convergentie.



Omdat sectoren in uiteenlopende mate blijven reageren op de conjunctuur, zal het relatieve belang van sectorallocatie toenemen. Naarmate land-specifieke factoren zoals de lange rente en de risicobereidheid van beleggers in de EMU aan belang inboeten, zullen andere beleggingsstrategieën aan belang winnen. Beleggers zullen in de EMU daarom meer letten op sectorallocatie en de research zal zich meer richten op sectorexpertise en -performancemeting.

### ... leiden tot een Europese oriëntatie

Waar pensioenfondsen en levensverzekeraars door het wisselkoersrisico nu nog terughoudend zijn met het opnemen van buitenlandse financiële waarden in hun beleggingsportefeuilles, zal de euro dit risico wegnemen. Dat wil echter nog niet zeggen dat de eenzijdige voorkeur om te beleggen in eigen land onmiddellijk verdwenen is. Men mag verwachten dat vermogensbeheerders hun research eerst tot op Europese schaal zullen uitbreiden alvorens ze hun 'home bias' kunnen overwinnen. Internationale spreiding van aandelenportefeuilles blijft van belang vanuit het oogpunt van risicoreductie. Gezien de huidige concentratie van de portefeuilles op de binnenlandse aandelenmarkten, zal een verschuiving van middelen van binnenlandse fondsen naar buitenlandse fondsen een betere diversificatie opleveren.

Als een beleggingsportefeuille opnieuw wordt opgebouwd in euro's, waarbij het belegde vermogen naar rato van ofwel de marktkapitalisatie ofwel de relatieve omvang van de nationale economieën wordt verdeeld binnen het EMU-gebied, zal dat leiden tot een verschuiving van de vraag naar aandelen. Beleggers zullen 'binnenlandse' aandelen verkopen, en 'buitenlandse' aandelen kopen, totdat hun portefeuille evenwichtig verdeeld is over de verschillende EMU-landen. Het valt te verwachten dat beurzen van landen waar relatief veel in aandelen wordt belegd hiervan een negatief effect zullen ondervinden. Landen waar nu weinig in aandelen belegd wordt, krijgen door deze her-allocatie een positieve impuls.

Om deze effecten beter in kaart te brengen, hebben wij ze op de volgende wijze berekend. Allereerst is geschat hoe de Europese beleggers hun aandelenportefeuilles over de toekomstige EMU-landen hebben verdeeld. De aldus berekende verdeling is afgezet tegen de 'evenredige' verdeling die men verkrijgt bij portefeuille-allocaties op basis van marktkapitalisaties (relevant voor de korte termijn) en op basis van bbp's (relevant voor de langere termijn, als marktkapitalisaties convergeren door bijvoorbeeld een toename van de emissies op de onderontwikkelde markten). Tevens is rekening gehouden met een geringe thuisvoorkeur die bij beleggers uit grote landen groter

is. Het gaat hier dus om een tentatieve berekening waarbij geen rekening is gehouden met de prijseffecten die zulke verschuivingen kunnen oproepen en die de omvang van de netto verschuivingen zullen beperken. De resultaten staan in [tabel 2](#) (kleine EMU) en [tabel 3](#) (grote EMU).

Tabel 2. Effect op de vraag naar aandelen door de vorming van een EMU-kopgroep op basis van

	marktkapitalisatie	bbp
Frankrijk	-	-
Duitsland	-	+
Finland	-	-
Oostenrijk	-	+++
<b>Nederland</b>	<b>+++</b>	-
België/Luxemburg	+++	+++
Ierland	+++	+++

Tabel 3. Effect op de vraag naar aandelen door de vorming van een brede EMU

op basis van	marktkapitalisatie	bbp
Verenigd Koninkrijk	-	--
Frankrijk	-	+
Duitsland	-	+++
Finland	+	++
Italië	+	+++
Denemarken	++	++
Oostenrijk	-	+++
<b>Nederland</b>	<b>+++</b>	-
Zweden	+++	++
Portugal	+++	++
Spanje	+++	+++
België/Luxemburg	+++	+++
Ierland	+++	+++
Griekenland	+++	+++

-- zeer negatief; - negatief, - licht negatief, + licht positief, ++ positief, +++ zeer positief.

### Kopgroep-EMU

Indien een kopgroep van acht landen wordt gevormd, zal één - virtuele - Europese aandelenmarkt relatief bescheiden verschuivingen binnen het EMU-gebied veroorzaken. Gegeven de bescheiden professioneel beheerde aandelenbeleggingen zal bij een portefeuilleverdeling op basis van relatieve marktkapitalisaties de vraag naar de aandelen uit de meeste kleinere landen toenemen en zal de vraag naar Franse en Duitse aandelen relatief afnemen. Dit wordt verklaard door de omvang van de Duitse en Franse professioneel beheerde vermogens en de sterke concentratie op de binnenlandse aandelenmarkten.

Indien de portefeuilles worden verdeeld op basis van de omvang van de economieën, dan zal dit juist leiden tot een relatieve afname van de vraag naar Nederlandse en Franse aandelen en een toename van de vraag naar aandelen uit de andere landen, ook naar Duitse aandelen. Het effect op de vraag naar Nederlandse en Duitse (en Oostenrijkse) aandelen is dus afhankelijk van de gekozen beleggingsstrategie.

### Brede EMU

Indien alle lidstaten deelnemen aan de EMU, zal dit in bijna alle landen leiden tot een relatieve toename van de vraag naar aandelen. De Britse professionele beleggers, en in mindere mate de Franse en Duitse, beschikken namelijk over zulke omvangrijke en voornamelijk binnenlandse belegde aandelenportefeuilles, dat de spreiding van deze portefeuilles over het EMU-gebied in alle andere landen zal leiden tot een aanzienlijke toename van de vraag naar aandelen. De omvangrijke professioneel beheerde beleggingen in andere landen zijn in veel mindere mate in binnenlandse aandelen belegd. Vanwege de geringe omvang van bijvoorbeeld de Nederlandse en Belgische aandelenmarkten beleggen Nederlandse en Belgische professionele beleggers nu al veel meer in buitenlandse aandelen dan in binnenlandse aandelen. Overigens zal een spreiding op basis van het bruto binnenlandse product bij de vorming van een brede EMU ook voor Franse en Duitse aandelen leiden tot een toename van de vraag.

Indien ook rekening wordt gehouden met een afnemende maar blijvende voorkeur voor aandelenbeleggingen in het eigen land, zal dit zorgen voor een kleiner negatief effect in het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en Duitsland (bij verdeling op basis van marktkapitalisatie) en een minder positief effect - in het Finse geval zelfs negatief - op de andere landen.

### Conclusie

Waarschijnlijk zal het volgen van een landenstrategie binnen het EMU-gebied na de totstandkoming van de EMU minder zinvol zijn dan thans. De landenspecifieke factoren zoals de lange rente en de risicobereidheid van beleggers, zullen naar verwachting immers deels wegvallen als gevolg waarvan waarderingverschillen op aandelen in de EMU kunnen afnemen. Dit neemt echter niet weg dat het uit oogpunt van risicodiversificatie wenselijk is om de huidige concentratie van portefeuilles in het eigen land te verminderen. Indien

professionele beleggers ertoe overgaan hun binnenlandse/Europese portefeuilles gelijkmatiger over het EMU-gebied te spreiden, kan dit aanzienlijke verschuivingen van de marktverhoudingen veroorzaken. Op basis van een verkennende analyse ziet het er naar uit dat Franse en Duitse aandelen - bij de vorming van een kopgroep - en Engelse en Franse aandelen - bij de vorming van een grote EMU - een terugval in de marktvraag zullen ervaren. Ook Oostenrijkse, Finse en Nederlandse aandelen zouden een geringe terugval in de relatieve vraag kunnen ervaren.

De afname van waarderingsverschillen op aandelen in de EMU, de synchronisatie van het koersverloop van aandelen van ondernemingen uit verschillende EU-lidstaten en de diversificatie van portefeuilles van professionele beleggers in de EMU, kunnen ertoe leiden dat bepaalde markten die op dit moment als gevolg van valutarisico(perceptie) overgewaardeerd zijn, in koers kunnen dalen, en andere markten in koers kunnen stijgen.