

Capaciteit Schiphol neemt toe door grotere vliegtuigen

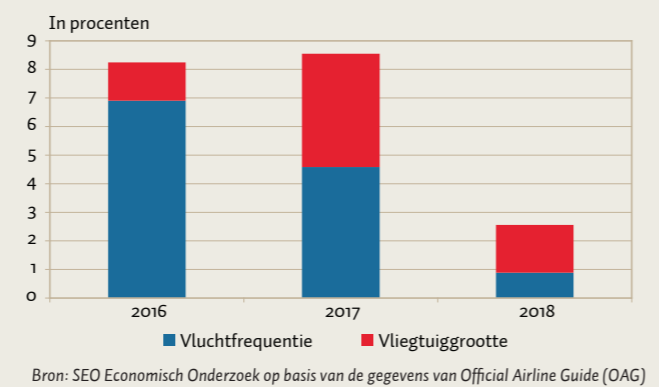
MARKTORDENING

Wereldwijd stijgt de vraag naar vliegwezen, geholpen door het economische herstel en de aanhoudend lage olieprijs. Op Schiphol nam de vraag de afgelopen jaren extra snel toe, omdat de luchthaven de kosten verlaagde die zij aan maatschappijen in rekening brengt voor het gebruik van haar infrastructuur. Daarnaast zorgde de te verwachten schaarste aan capaciteit tot een wedloop op de laatst beschikbare landingsrechten. Vorig jaar verwerkte de luchthaven een recordaantal van 68,5 miljoen passagiers. Het aantal starts en landingen steeg naar 496.748, net onder de capaciteitsgrens van 500.000 vliegbewegingen.

De dienstregeling voor de komende zomerperiode (tot en met oktober) laat zien dat de groei van het aantal vluchten in 2018 afzwakt tot 0,9 procent (figuur). Maatschappijen kunnen alleen nog verder groeien door grotere toestellen in te zetten en deze nog beter te vullen. De gemiddelde vliegtuig grootte zal in 2018 toenemen van 167 naar 170 stoelen, een groei van 1,7 procent, terwijl die in 2017 nog 4 procent bedroeg. Dat de gemiddelde vliegtuig grootte niet sterker toeneemt, komt doordat deze vooral afhangt van de vlootvernieuingsprogramma's van KLM en Transavia, die samen circa zestig procent van de capaciteit op Schiphol voor hun rekening nemen. De gemiddelde vliegtuig grootte op Schiphol steeg in 2017 vooral doordat KLM grotere Boeing 737's inzette. In 2018 zet die trend voor KLM niet door, maar daarentegen zullen buitenlandse maatschappijen, zoals American Airlines, Turkish Airlines en Aeroflot, met vliegtuigen naar Schiphol komen die tien tot dertig procent meer capaciteit bieden.

Pas na 2020 komt er mogelijk extra capaciteit op Schiphol beschikbaar. Tot die tijd hebben maatschappijen weinig alternatieven in Nederland, doordat Eindhoven Airport en Rotterdam-The Hague Airport eveneens met capaciteitsrestricties kampen. Lelystad gaat op zijn vroegst in 2020 open en biedt in eerste instantie maar een beperkte capaciteit met maximaal 10.000 vliegbewegingen per jaar tot 2023. De schaarste biedt in de tussentijd groeimogelijkheden voor luchthavens die het de afgelopen jaren moeilijk hadden. Zo breidt Corendon flink uit op Maastricht-Aachen Airport en doet het Estlandse Nordica hetzelfde op Groningen Airport Eelde. ■ **ROGIER LIESHOUT EN JOOST ZUIDBERG** (SEO ECONOMISCH ONDERZOEK)

Groei in capaciteit Schiphol, januari-oktober



Aandelen VS niet langer gestuwd door dividendrendement

FINANCIËLE MARKTEN

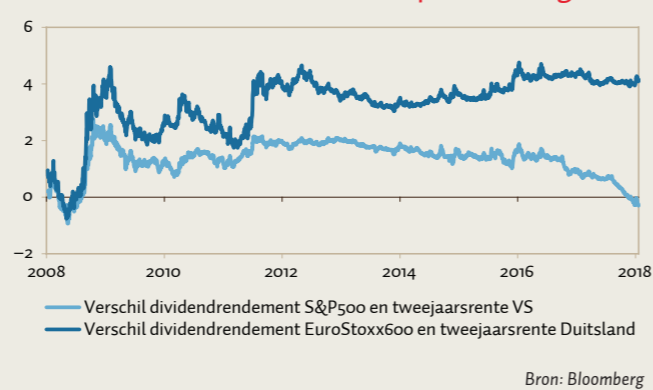
Om de relatieve aantrekkelijkheid van aandelen te bepalen, kan het dividendrendement vergeleken worden met de rente op kortetermijnstaatsobligaties. Het dividendrendement wordt berekend door het dividend per aandeel te delen door de aandelenkoers, en bepaalt samen met koerswinst het totale rendement voor de belegger. Doordat het risico op onvolledige terugbetaling van kortetermijnstaatsobligaties nihil is, is het rendement op obligaties geschikt als maatstaf van risicovrij rendement. Daarmee kwalificeert het als een goede benchmark om dividendrendement mee te vergelijken.

Eind 2017 was het dividendrendement op Amerikaanse aandelen voor het eerst sinds de financiële crisis lager dan de rente op een Amerikaanse tweejaarsobligatie (figuur). Deze beweging werd veroorzaakt door zowel de stijging van de rente als de stijgende aandelenkoersen, die het dividendrendement verlagen. De doorkruising van de x-as door de lichtblauwe lijn betekent dat de kasstroom op aandelen in de vorm van dividend niet langer groter is dan het rendement op obligaties met een korte looptijd. Hierdoor zal een belegger het extra rendement ter vergoeding van het additionele risico van investeren in aandelen volledig uit koerswinst moeten behalen.

Marktpartijen gebruiken het verschil tussen het dividendrendement en de tweejaarsrente als een indicator voor de relatieve aantrekkelijkheid van aandelen. De doorkruising was een belangrijk keerpunt en, hoewel het niet de trigger was voor de marktcorrectie begin februari, droeg dit wel bij aan de bestaande zorgen onder beleggers over overwaardering van Amerikaanse aandelen.

Voor Europese aandelen en obligaties is een vergelijkbare doorkruising nog ver weg. Sterker nog, het verschil tussen de Duitse tweejaarsrente en het dividendrendement op de Eurostoxx 600 ligt dicht bij het hoogste niveau sinds de crisis (figuur). Het ziet er tevens niet naar uit dat hier snel verandering in komt. Aan de ene kant zal het rendement op de tweejaarsobligatie waarschijnlijk pas gaan toenemen als de ECB daadwerkelijk de rente gaat verhogen, door de markten ingeprijsd voor het eerste kwartaal van 2019. Aan de andere kant verwachten analisten juist toenemende dividenden voor bedrijven in de eurozone, tegen de achtergrond van een sterke economische groei. ■ **STEEF AKERBOOM EN ANNELIE PETERSEN** (DNB)

Dividendrendement en rente op staatobligaties



Gebrek aan diversiteit bij directie kan leiden tot tunnelvisie

GOVERNANCE

De kans op tunnelvisie neemt toe naarmate directieleden langere tijd met elkaar samenwerken en uit de eigen of zeer vergelijkbare organisaties afkomstig zijn. Daardoor worden bepaalde argumenten en risico's zwaarder gewogen dan gewenst. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft bij vijf kleine en middel-

grote banken onderzoek gedaan naar besluitvorming binnen directies. Hieruit bleek dat op 1 januari 2017 de directieleden van de onderzochte banken gemiddeld acht jaar in de directie zaten en dat zij vijftien jaar in dienst waren van de eigen organisatie of een voorloper hiervan. De vraag is of er binnen grootbanken en verzekeraars voldoende diversiteit is, of dat ook daar een risico op tunnelvisie bestaat. Directieleden en raden van commissarissen (rvc's) van de grootbanken en verzekeraars zitten eind 2017 gemiddeld 3,1 jaar in de directie en zijn 9,5 jaar in dienst bij de huidige bank of verzekeraar. De directievoorzitter zit met gemiddeld 4,8 jaar het langst in de directie en is met 13,5 jaar ook het langst in dienst van de organisatie (tabel). Opvallend is de korte duur van deelname in de directie van de Chief Risk Officer (CRO), gemiddeld 1,8 jaar. In de periode 2016-2017 traden er vijf nieuwe CRO's aan. Wat de diversiteit onder de bestuurders betreft vallen er nog stappen te zetten. Eén op de vier directieleden en één op de drie commissarissen is vrouw. Eén vrouw was tot voor kort voorzitter van de raad van commissarissen, de directievoorzitters zijn allen man. Ook qua opleiding is er weinig diversiteit. De top drie van disciplines voor zowel directieleden als commissarissen zijn economie, rechten en accountancy. Twee op de drie bestuurders beschikken over een economische achtergrond. Bij vrouwen ligt het accent meer bij rechten dan bij mannen, één op de drie vrouwen heeft een rechtenstudie gevolgd, bij mannen is dit één op de tien. Meer diversiteit in achtergrond en opvattingen van bestuurders helpt om tunnelvisie tegen te gaan.

Samenstelling directie grootbanken en verzekeraars per 1 november 2017

Geslacht	Directie (N = 55)		Rvc (N = 57)	
	man	vrouw	man	vrouw
Totaal	76%	24%	67%	33%
Voorzitter	9	0	8	1
Dienstjaren	Huidige organisatie	In directie	In rvc	
	Gemiddeld	9,5	3,1	4,2
	Voorzitter	13,5	4,8	6,1
	CFO	6,3	3,4	
CRO	7,9	1,8		
Top-3 opleidingen	Directie		Rvc	
	Economie	69%	59%	
	Rechten	18%	16%	
Accountancy	14%	12%		

Bron: AFM onderzoek Evenwichtige besluitvorming: omgaan met blinde vlekken

■ **JASPER BETS EN CÉLINE CHRISTENSEN** (AFM)

Conjunctuurgevoeligheid Nederland valt mee

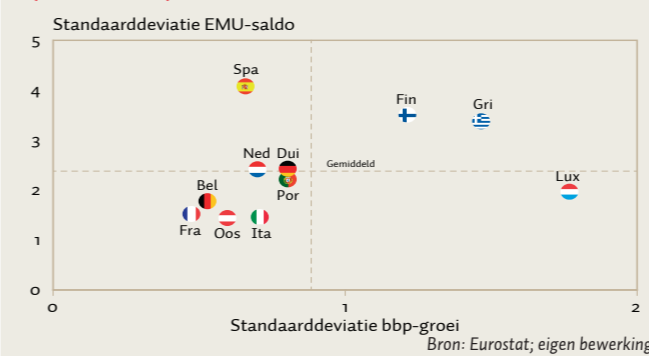
INTERNATIONAAL

Er wordt soms gesteld dat de Nederlandse economie bijzonder volatiel is, onder andere vanwege het open karakter. Die stelling wordt echter zelden cijfermatig onderbouwd. Om de Nederlandse volatiliteit in perspectief te plaatsen, vergelijken we de volatiliteit – gemeten door de standaarddeviatie (SD) – van de bbp-groei en het EMU-saldo vanaf 1995 van de oorspronkelijke twaalf eurolanden (minus Ierland, vanwege de statistische vertekening in de nationale rekeningen).

De Nederlandse conjunctuur is binnen deze groep landen relatief weinig volatiel (figuur): Nederland zit onder het gemiddelde van 0,9 voor bbp-

groei, en maar vier landen kenden een kleinere volatiliteit. In het algemeen lijkt openheid van een economie niet de enige verklarende factor: de meeste landen met een relatief volatiele conjunctuur hadden in 2016 relatief weinig export en import als bbp-aandeel. Het Nederlandse EMU-saldo is net iets volatieler dan het gemiddelde van deze groep landen (SD = 2,4), al hoort Nederland ook hier niet bij de grootste uitschieters. Deze volatiliteit kan verklaard worden door drie factoren: de volatiliteit van de conjunctuur van een land (zoals weergegeven op de x-as), het begrotingsbeleid van een land of de begrotingselasticiteit (de mate waarin het EMU-saldo van een land wordt beïnvloed door een conjunctuurschok). Het laatste lijkt voor Nederland het geval: het EMU-saldo is, op basis van onderzoek van de OESO en Europese Commissie, van alle EU-landen het meest gevoelig voor conjunctuurveranderingen. Overigens zijn de genoemde standaarddeviatie en begrotingselasticiteit geschat over een langere periode. In specifieke jaren, bijvoorbeeld bij conjuncturomslagen, kan het EMU-saldo sterker reageren: zo verslechterde het Nederlandse EMU-saldo in 2009 met maar liefst 5,6 procentpunt ten opzichte van 2008. Deze statistiek laat zien dat de Nederlandse economie binnen de oorspronkelijke landen van de eurozone een middenmoter is als het gaat om de volatiliteit van de conjunctuur. Dat geldt ook voor het EMU-saldo, ondanks de hoge begrotingselasticiteit van Nederland. Vanwege die hoge elasticiteit is het verstandig om in goede tijden buffers op te bouwen voor economische tegenvallers.

Reële bbp-groei (1995-2017K3) en EMU-saldo (1995-2016)



■ **WOUTER HOGERVORST** (MINISTERIE VAN FINANCIËN)