

Door Corné van Zeijl,  
senior portfoliomanager bij SNS Asset Management

## We bezuinigen ons een double dip

**D**e bezuinigingen komen als rijpe appels uit de lucht vallen. Zelfs Duitsland wil nu 80 miljard euro bezuinigen. Dat is 2 procent van de totale Duitse economie. Naar de Nederlandse situatie vertaald, is dat een bezuiniging van 17 miljard euro. Nu ben ik geen econoom, maar eigenlijk is het effect van deze overheidsbesparingen op de economie vrij simpel uit te rekenen.

In Europa is de overheidssector vrij groot, waardoor de effecten van deze overheidsbewegingen ook relatief groot uitpakken. De Oeso heeft uitgerekend dat de conversieratio ongeveer 70 procent is. Ofwel, als we 2 procent gaan bezuinigen, komt de economische groei 1,4 procent lager uit. De ECB rekende op een groei van 1,1 procent in 2011. Ergo, we duiken snel onder de nul. Bovendien wordt er in zuidelijk Europa nog fors bezuinigd, een procent of 5. Waardoor de effecten nog groter zullen zijn. En zo bezuinigen we ons een 'double dip'.

Overigens moet ik er gelijk bij vertellen dat we ook het voordeel van een lage euro hebben. Daardoor kunnen we een deel van de ellende wegexporteren. Door de lagere euro veroveren wij marktaandeel van de landen buiten de eurozone. Er zullen bijvoorbeeld relatief meer Duitse machines wereldwijd verkocht worden dan Amerikaanse. En dat is weer een plusje voor de economie. Voor die van het eurogebied dan.

Hoe nu te reageren als belegger? In de afgelopen maand zijn de verwachtingen voor de economie als gevolg van al deze bezuinigingsplannen sterk omlaag geschreefd. De aandelenbeleggers zijn altijd een stukje sneller met het verwerken van informatie van economen. Een natteduimregel is dat de beurs zo'n beetje een half jaar op de economie vooruitloopt. En dat is precies wat we de afgelopen maand hebben gezien. De beleggers werden snel somberder over de economie, waardoor de koersen daalden. Logischerwijs zult u zien dat over een half jaar de economische groei een stuk lager is dan waar ze nu van uitgaan. De aandelenmarkt blijft een mooie, zij het wat manisch-depressieve economische voorspeller.

Maar om rijk te worden moet je dus de voorspeller voorspellen. De vraag is dus of er al genoeg in de koersen verwerkt zit. Nu komt een double dip niet zo vaak voor. Alleen in het begin van de jaren tachtig. Dat waren bijzondere tijden, maar dat zijn het nu ook. Als we dat scenario aanhouden, kunnen we nog een stuk verder naar beneden. Als we de grafieken over elkaar heen leggen, nog een procent of 10 à 20.

Maar voordat u gelijk uw aandelen verkoopt, twee opmerkingen. Ten eerste verschilt de situatie van begin jaren tachtig erg van die van nu. Toen streed de centrale bank tegen te hoge inflatie, nu tegen te lage inflatie. Toen hadden we de piek in de goudprijs en nu... nu misschien ook wel. Verder moet u weten dat die tweede dip het ultieme koopmoment opleverde. Na de tweede dip van begin jaren tachtig begon de grote twintig jaar durende bullmarket. Zoiets verwacht ik nu zeker niet. In een omgeving waarin schulden bij overheden en consumenten worden afgebouwd, zal er geen sprake zijn van een uitbundige economische groei. Nee, we bezuinigen ons een double dip en het is maar de vraag of we daar als aandelenbeleggers niet te veel last van gaan krijgen. ■

werd ruim 60 procent omzetgroei gekocht en de integratie verliep voorspoedig. "Deze overname is zeer vergelijkbaar qua omzet, aantal werknemers en winstgevendheid. Alleen betalen we 50 miljoen euro minder. Dat reflecteert de marktomstandigheden", aldus Thijsen.

Die laatste constatering weerspiegelt meteen ook de grootste uitdaging voor Grontmij. Want de economische omgeving is aanzienlijk anders dan vier jaar geleden. De focus zal nu niet alleen op een succesvolle integratie komen te liggen, maar tegelijkertijd ook op kostenbeheersing. Want de marges moeten omhoog. Het afgelopen jaar stonden deze sterk onder druk bij Grontmij. De operationele marge daalde tot 5,1 procent of 6,6 procent exclusief herstructureringskosten. Dat is nog ver verwijderd van de beoogde 9 tot 10 procent.

Binnen de eigen organisatie zal Grontmij dus al het nodige werk moeten verrichten, maar ook de marges van Ginger zijn niet op het gewenste peil. Alleen de divisie Expertise komt met een marge van 8,8 procent over 2009 in de buurt. De divisies Engineering en Telecom (met bijna 100 miljoen aan inkomsten de grootste van de vier divisies) behalen met 5,9 en 5,3 procent aanzienlijk lagere marges. In 2009 wist Ginger weliswaar de marges op peil te houden ten opzichte van het voorgaande jaar, maar volgens Thijsen zijn die desondanks "niet acceptabel". Wanneer in 2011 de integratie echt kan beginnen, staat hij voor de taak om niet alleen de twee ondernemingen samen te smelten, maar tegelijkertijd ook de winstgevendheid op te voeren onder een economisch gesternte dat minder rooskleurig is dan vier jaar geleden. ■

