

# Financiële markten

## Beleggen in de Europese rentemarkten

Bij obligatiebeleggingen is het interessant te spreiden over verschillende valuta's, omdat dit kan leiden tot een lager risico. Bovendien zijn de nominale rentes in veel landen aanzienlijk hoger dan in Nederland. Het extra nominale rendement dat in die landen valt te behalen weegt in een aantal gevallen ruimschoots op tegen het vanzelfsprekend aanwezige wisselkoersrisico. Daarnaast speelt dat in veel portefeuilles het aandeel van obligaties is toegenomen, vanwege de ontwikkelingen op de aandelenbeurzen dit jaar en de verwachtingen van een teruglopende groei, na de hoogconjunctuur in de jaren tachtig. Een keuze voor Europa ligt voor de hand omdat in al de Europese landen het valutabeleid in toenemende mate wordt gericht op de Duitse mark. Hierdoor zijn de wisselkoersfluctuaties in het algemeen geringer dan die van de valuta's van het dollarblok en die van de yen.

### Marktbeeld

In navolging van de Duitse markt steeg in 1990 in vrijwel alle Europese landen de lange rente. Zo liep bij voorbeeld in Nederland de rente op van 8% aan het begin van het jaar tot ruim 9%. Slechts in Noorwegen kon de rente dalen, namelijk met 0,5% tot 10,5%. Wel was het zo dat in veel hoogrentende Europese landen de rentestijging duidelijk achterbleef bij die in Duitsland en Nederland en dat dit, te zamen met de hogere nominale tarieven en een nauwelijks veranderde wisselkoers leidde tot een betere performance dan die van guldensobligaties. Belangrijkste factoren die het marktbeeld bepaalden, waren enerzijds de monetaire en politieke eenwording van Duitsland, die de markt vanaf februari bezighielden, en anderzijds de Golfcrisis, die het beeld vanaf augustus bepaalde. Deze ontwikkelingen hadden plaats tegen de achtergrond van de groeiende integratie en liberalisatie van de financiële markten in Europa. De EG

**Tabel. Resultaten bij een obligatiebelegging in 1990 (10 maanden) in procenten**

	Rendement in valuta	Wisselkoers ult. okt.	Rendement in gulden
Frankrijk	+2,9	+1,9	+4,8
Spanje	+10,8	+3,2	+14,0
Italië	+11,8	+0,6	+12,4
VK	+2,9	+8,2	+11,1
Denemarken	+8,8	+1,8	+10,5
Zweden	+5,0	-1,2	+3,8
Noorwegen	+9,2	0,0	+9,2

en het EMS zijn in het beleid van de Europese landen steeds meer centraal komen te staan. Europa 1992 was hiertoe een aanzet, maar meer recent hebben de Duitse eenwording en het streven naar een Europese Monetaire Unie (EMU) dit proces versneld. Omdat de Duitse mark de spil is in het EMS wordt in Duitsland de facto het monetaire beleid voor de overige Europese landen bepaald; tenminste zolang in Duitsland het beleid op de bestrijding van de inflatie gericht blijft en de andere landen de (welhaast onvermijdelijke) keuze maken de D-mark te volgen. Nederland heeft deze keuze al gemaakt vóór de oprichting van het EMS in 1979. Frankrijk volgde in 1983 en daarna kwamen onder meer Spanje (toetreding tot het wisselkoersmechanisme anderhalf jaar geleden), Italië (versmalling van de EMS-band tot 2,25% in januari), België (met de verklaring de munt te koppelen aan de D-mark), het Verenigd Koninkrijk (de recente toetreding tot het wisselkoersmechanisme) en Noorwegen (koppeling aan de Ecu via een 2,25%-band). Voorts bleek in de afgelopen jaren de keuze om het Duitse beleid te volgen uit het afwezig zijn van algehele 'realignments' in het EMS. In het afgelopen jaar waren de bewegingen van de valuta die aan het wisselkoersmechanisme van het EMS deelnamen ten opzichte van de gulden dan ook zeer beperkt, en in het algemeen kleiner dan 2%.

Was in het verleden het krappe Duitse beleid voor de meeste landen ook het juiste, er kunnen zeker vraagtekens worden geplaatst of dit voor de toekomst ook het geval is. De economische groei in een aantal Westeuropese landen, zoals Frankrijk en Italië, was na een aantal jaren van hoogconjunctuur al aan het afnemen. Door de oliecrisis heeft het consumentenvertrouwen een extra schok opgelopen. Verwacht wordt dat de meeste Westeuropese econo-

mieën in 1991 voor het eerst sedert jaren weer beneden hun potentiële capaciteit zullen groeien, ondanks de impuls van de Duitse eenwording. Bij een dergelijke ontwikkeling zou een lagere rente welkom zijn na de daling van de inflatie die in deze landen de afgelopen jaren heeft plaatsgevonden. Dit geldt te meer omdat geen enkele regering tot nu toe heeft gekozen voor een accommoderend beleid als reactie op de hogere olieprijs. Het fiscale beleid is eerder verder aangescherpt.

In Duitsland mag echter geen versoepeling van het monetaire beleid worden verwacht en kan een verdere rentestijging niet worden uitgesloten. Verwacht wordt dat het Duitse beleid ongewijzigd blijft zolang de wisselkoers van de D-mark sterk blijft, de in het binnenland gegeneerde inflatie onder controle is en de kosten van de eenwording niet in te grote mate op de kapitaalmarkt verhaald worden. Als aan deze voorwaarden niet wordt voldaan is een verdere verhoging van de officiële tarieven niet uit te sluiten.

De vraag is nu in hoeverre de Europese landen een onafhankelijk rentebeleid kunnen voeren; een beleid dat past bij de veranderde economische ontwikkeling, zonder dat de wisselkoers tegenover de D-mark verzwakt. De ruimte voor rentedaling is zeer beperkt. Een daling van het rente-ecart met Duitsland is weliswaar een mogelijkheid voor met name die landen waarvan de inflatie naar het Duitse niveau toegroeit. Dit kan zich vooral voordoen op momenten dat de D-mark binnen het EMS verzwakt. Voorbeelden hiervan zijn Frankrijk, Denemarken en Noorwegen. Dit proces zal echter zeer geleidelijk van aard zijn. Wel lijkt het mogelijk dat als de Golfcrisis – die ertoe leidde dat er extra vraag naar harde munten als de D-mark en de gulden ontstond – afloopt, de hoogrentende valuta's weer meer in de aandacht

van de internationale beleggers zullen komen. Daarentegen leidt de versoepeling van het monetaire beleid in de VS, nu de economie daar in een recessie is beland, tot een lagere dollar en een versterking van de D-mark binnen het EMS.

Anderzijds is het zo dat de hogere nominale rentes het verlies bij een rentestijging in Duitsland, en dus ook in Nederland, beperkt kunnen houden, waardoor per saldo aantrekkelijke rendementen te realiseren zijn. In het afgelopen jaar bleken hoge nominale rentes in bijvoorbeeld Italië en Spanje slechts beperkt aan de opwaartse rentedruk onderhevig, terwijl de feitelijke wisselkoersfluctuaties beperkt bleven. In het komende jaar moeten wellicht grotere wisselkoersbewegingen in het EMS worden verwacht, omdat veel landen de hen resterende marges van het rentebeleid actief zullen willen benutten. Tegen de achtergrond van de Europese monetaire integratie zullen de beleidsmakers devaluaties echter in ieder geval vermijden. Timing gaat dus bij het

beleggen in EMS-valuta's een belangrijker rol spelen dan in de afgelopen jaren. De kansen op een combinatie van hoge en mogelijk licht dalende rentes en een beperkt wisselkoersrisico maken dat in een aantal van de genoemde rentemarkten zeer aantrekkelijke resultaten zijn te behalen. De tabel geeft de resultaten die een belegging in 1990 op de diverse obligatiemarkten zou hebben gegeven. Bij deze resultaten is rekening gehouden met de wisselkoersmutaties tegenover de gulden.

Ter vergelijking met de cijfers in de tabel bedroeg het rendement op Nederlandse obligaties dit jaar tot en met oktober 0,3%. Maar daarbij moet worden bedacht dat bij een aantal hoogrentende valuta's de risico's en de fluctuaties, met name van de wisselkoers, groter zijn dan bij andere. Voorbeelden hiervan waren de crisis rond de Zweedse kroon, de devaluatie van de lire en de slechte performance van het pond sterling tot de aankondiging dat men aan het EMS zou gaan meedoen.

## **Hoog rendement**

Ook in 1991 zijn de vooruitzichten voor het behalen van aantrekkelijke rendementen op de Europese rentemarkten buiten het D-mark/guldenblok duidelijk aanwezig. Belangrijkste invloed op het beleid van de individuele landen is de Europese eenwording en met name de voorbereiding op de EMU. Een tweede factor die van groot belang is, is het verschil tussen de economische groei in Duitsland en de rest van Europa. In tegenstelling tot Duitsland heeft in de rest van Europa in 1991 een duidelijke groeivertraging plaats. De eerste factor wijst op het belang van een vaste wisselkoers tegenover Duitsland en Nederland en op het belang van convergerende inflatiepercentages en in navolging van de Bundesbank op een relatief krap monetair beleid. Vanwege de lagere groei zal men, met name als de Golfcrisis die de inflatie opstuwde achter de rug is, de aanwezige ruimte voor lagere rentes wel willen gebruiken. Gegeven de wisselkoersdoelstelling zal deze ruimte beperkt zijn, maar wel groter dan in Duitsland en Nederland.

De lagere dollar door de daling van de rente in de VS geeft van tijd tot tijd aanleiding tot spanningen in het EMS. De Golfcrisis deed beleggers belangstelling tonen voor de traditioneel sterke valuta's als de Duitse mark en de gulden. Bij een eventueel uitbreken van een gewapend conflict kan deze beweging zich nogmaals voordoen. Daarnaast speelt mee dat aan het einde van het jaar de Duitse korte rente vaak oploopt onder invloed van het z.g. jaarultimoeffect. Ook dit kan tijdelijk de overige EMS-valuta's onder druk zetten. Dit kunnen echter juist die momenten zijn waarop men beleggingen in deze valuta's kan realiseren. Bij de keuze tussen de diverse landen kan een onderscheid gemaakt worden tussen de landen waar de economische fundamenten goed zijn en de economieën die aanzienlijke structurele problemen kennen. Hoewel in de tweede categorie ook goede beleggingsresultaten zijn te behalen, zijn er risico's van aanzienlijke fluctuaties in zowel de rente als de wisselkoers. Een voorbeeld hiervan was onder meer het Verenigd Ko-

ninkrijk in het afgelopen jaar. Dit betekent op dit moment een voorkeur voor vastrentende beleggingen in Franse francs, peseta's, Noorse en Deense kronen. Ook beleggingen in Britse ponden zijn aantrekkelijk, zij het dat de timing bij aankoop van groot belang is door de aanzienlijke bewegingen in de wisselkoers, ondanks het recente toetreden tot het EMS.

Op Franse francs en Deense kronen is het wisselkoersrisico zeer beperkt door het beleid van de autoriteiten in deze landen de Duitse mark van korte afstand te volgen. Fundamenteel is de economische situatie in Frankrijk evenwel beter. Hoewel bij de lagere groei in Spanje het rentebeleid zou kunnen worden verruimd, blijven ons inziens de kansen op een duidelijke daling van de wisselkoers gering. De nominale rente blijft op een aantrekkelijk niveau liggen. In Noorwegen ten slotte, is de economische situatie goed en is er ruimte voor enige rentedaling. De koppeling aan de Ecu zorgt ervoor dat het wisselkoersrisico is gedaald, al blijft daar de olieprijs een factor van belang.