

Financieel bericht

Internationale conjunctuur

Afnemende vrees voor Duitse monetaire unie

In toenemende mate wint de mening terrein dat de verwachte invloeden van de turbulente ontwikkelingen in het Oostblok op korte termijn niet zo dramatisch hoeven door te werken in de Westeuropese economieën als aanvankelijk door sommigen werd gevreesd. Opmerkelijk waren in dit verband de meest recente cijfers voor de Duitse inflatie en handelsbalans, waarvan men immers de grootste veranderingen verwacht bij een monetaire unie. Het overschot op de Duitse handelsbalans is in januari fors gestegen tot DM 12,8 miljard. Niet alleen was dit flink hoger dan het cijfer over de vergelijkbare maand van 1989, maar het was ook beduidend meer dan de DM 10 miljard van december jl. Deze stijging was door de markten niet verwacht. Algemeen wordt immers uitgegaan van een daling van het overschot op de Duitse handelsbalans onder invloed van de ontwikkelingen in Oost-Duitsland. Hoewel dit effect pas later dit jaar goed merkbaar zal zijn, had men reeds nu een hogere import verwacht onder invloed van de additionele bestedingen van de immigranten uit het Oostblok. Vooralsnog is dit effect echter niet zichtbaar. Inmiddels wijzen de inflatiecijfers over februari op een gelijkblijvend niveau van 2,6% op jaarbasis. Belangrijk is dat de stijging van de importprijzen, die we vooral in de eerste helft van 1989 zagen, weer ten einde is. In januari zijn de importprijzen ten opzichte van een jaar geleden zelfs met 1,7% gedaald. Dit geeft met enige vertraging compensatie tegen verwachte opwaartse druk op het consumentenprijspeil.

Iets lagere groei in Japan

In Tokio is inmiddels sprake van een inflatie van 3,9%. De vorst en de gestegen prijzen voor vers voedsel waren hierbij van veel invloed. Opmerkelijker was het bericht dat in januari voor het eerst in zes jaar sprake was van een tekort op de lopende rekening van de Japanse betalingsbalans van \$ 636 miljoen tegenover een overschot van \$ 2,5 miljard in dezelfde maand van vorig jaar.

Wat betreft de vooruitzichten voor het komende fiscale jaar, dat op 1 april van start gaat, is de regering positief. De economische groei wordt geraamd op 4%, een lichte vertraging ten opzichte van de 4,6% die men voor het lopende jaar verwacht. Het overschot op de handelsbalans zal naar verwachting dalen van \$ 81 miljard tot \$ 78 miljard, terwijl het overschot op de lopende rekening met een kleine 10% zal teruglopen tot \$ 56 miljard. Voor de inflatie gaat men ervan uit dat deze op 1,6% zal uitkomen na prijsstijgingen van gemiddeld 2,7% in het lopende begrotingsjaar. Gegeven de huidige inflatie lijkt dit een erg optimistische raming, maar er moet rekening mee worden gehouden dat in april het negatieve effect van de ingevoerde omzetbelasting uit de cijfers verdwijnt. Daarnaast gaat de Japanse regering uit van een yen die ten opzichte van de dollar ruim 5% sterker is dan op dit moment.

Het officiële tekort op de Amerikaanse handelsbalans in 1989 is gesteld op \$ 113 mrd. tegenover \$ 127 mrd. in het

voorgaande jaar, het laagste tekort sedert 1984. Daarnaast werd de groei over het laatste kwartaal van 1989 naar boven bijgesteld van 0,5% tot 0,9%. Over heel 1989 komt de economische groei hiermee uit op 2,5%. Daarmee nam het aantal waarnemers dat nog over een recessie spreekt wederom af. In schril contrast hiermee was echter het bericht over de orderontvangst voor duurzame goederen die in de maand januari met maar liefst 10,5% terugviel. Dit cijfers is overigens in hoge mate bepaald door de daling in de sector transport waar sprake was van een teruggang met 27,6%, vooral onder invloed van lagere bestellingen van vliegtuigen. Wordt hiervoor gecorrigeerd, dan resteert een achteruitgang met 3,4%, nog altijd meer dan de 3,1% waar algemeen aan werd gedacht.

Hoge inflatie in Zweden

Waar internationaal sprake is van een stabilisatie van de inflatiecijfers blijkt in Zweden een duidelijke versnelling plaats te vinden. De januarijfers waren zelfs alarmerend. In januari stegen de prijzen met maar liefst 3,2%, nadat in december de prijsstijging nog 0,4% bedroeg. Op jaarbasis ligt de inflatie nu op 8,8%. De vrees is nu algemeen dat de raming van 8,5 à 9% inflatie voor dit jaar te laag zal blijken en dat met meer dan 10% moet worden gerekend.

Valuta's en rente

Rust keert terug aan obligatiefront

De Bundfutures die het doen en denken op de internationale obligatiemarkten de voorgaande weken leken te bepalen zijn in de afgelopen weken wat naar de achtergrond geschoven. Een laatste opwaartse sprong in de Duitse kapitaalmarktrente vond plaats toen uit een uitgelekt rapport van de Bundesbank bleek dat gedacht wordt aan een omwisseling van Ost-markten in D-markten tegen een verhouding 1 op 1, een koers waarvoor ook Bondskanselier Kohl zijn sympathie heeft uitgesproken. Hierop onstond weer even paniek en de obligatiekoersen tuimelden in één dag met ongeveer anderhalve punt. Daarmee was voorlopig alle narigheid wel in de rentemarkt verwerkt. De tot voor kort gigantische omzetten in termijncontracten op Duitse staatsobligaties zijn weer teruggevallen, terwijl ook de koersen zich wat herstellen. Toch zal de obligatiemarkt nog wel eens opgeschrikt worden over de voorwaarden en vooral de omwisselingskoers waaronder de monetaire unie een feit zal worden. Bedacht moet echter worden dat naarmate de omwisseling voor de Oostduitsers gunstiger uitpakt, het politiek makkelijker zal worden de spaargelden te binden, zodat het gevreesde inflatoire effect slechts in beperkte mate afhangt van de omwisselingskoers.

Het rendement op de laatste 7,75% tienjarige Westduitse staatslening ligt nu rond 8,8%. In de maand februari is de kapitaalmarktrente in Duitsland met een vol procentpunt

Financieel bericht is ontleend aan de tweewekelijkse publikatie *Beleggen met Van Lanschot* van F. van Lanschot Bankiers N.V. te 's-Hertogenbosch.

gestegen. Ook in Engeland en Australië deden zich stijgingen in die orde voor. In Japan en Nederland waren de stijgingen ca 0,75%. Alleen in de VS bleef de rente redelijk stabiel rond de 8,6%.

Interventies drukken dollar niet omlaag

Op de valutamarkten won de dollar aan kracht dank zij het zich verbeterende sentiment over de ontwikkeling van de Amerikaanse economie. De munt wist zich goed te handhaven ondanks de interventies van de centrale banken in een poging om een koersstijging te stoppen, waarbij van tijd tot tijd flinke bedragen in de markt werden gepompt, niet in de laatste plaats door de centrale bank van Japan. De ondertoon voor de Amerikaanse dollar lijkt hierdoor toch beter dan geruime tijd het geval was.

Het pond zag het herstel van de voorgaande weken abrupt afgebroken. Een gedaald vertrouwen in de conservatieve regering vormde de directe aanleiding voor de val van het pond, die op één dag met 6 cent onderuit ging. Volgens opiniepeilingen blijkt de labourpartij nu de voorkeur te hebben van 52% van de bevolking, terwijl de conservatieven niet verder dan 33% komen. Van negatieve invloed was ook het tegenvallende tekort op de Britse handelsbalans. Maandenlang was het tekort gestaag teruggelopen tot minder dan £ 1 miljard in december, maar januari toonde een verdubbeling van het tekort tot £ 2 miljard.

Japanse yen blijft zwak

De zwakte van de Japanse yen blijft inmiddels aanhouden. Men blijft wachten op een verhoging van het Japanse disconto. Tussen het Ministerie van Financiën en de centrale bank blijkt een verschil van mening te zijn ontstaan over het te voeren rentebeleid. Voor Japan is dit een opmerkelijk gegeven en uiteraard draagt deze verdeeldheid niet bij tot het vertrouwen van de financiële wereld in de verdere ontwikkelingen in Japan. In de tussentijd verkoopt de Bank of Japan voor miljarden aan dollars ten einde een te snelle koersval van de Japanse yen te voorkomen. Het Ministerie van Financiën op zijn beurt koopt obligaties in, om op die manier de rentestijging te beperken. Het vertrouwen van de internationale financiële wereld in het Japanse financiële bestel is echter geschokt, waartoe de schommelingen op de Japanse aandelenmarkten ook hebben bijgedragen.

De dubbele wisselmarkt voor de Belgische frank is deze maand afgeschaft, waarmee een stap is gezet in het verder vrijmaken van het kapitaalverkeer. Van groot belang voor de Belgische kapitaalmarkt was ook de verlaging van de bronheffing op obligaties van 25% naar 10%. Daar deze heffing voor veel Belgische beleggers (tot een rente-inkomen van BF 300.000) eindheffing is, is de aantrekkelijkheid van obligaties voor de Belgische beleggers flink toegenomen. Zij maken nu een netto rendement van 9% op staatsleningen. De Belgische staat is dit jaar genoodzaakt voor BF 405 miljard te lenen, zodat deze toegenomen belangstelling van de zijde der beleggers haar welkom zal zijn.

Rente in Nederland

In Nederland stond de rente op de obligatiemarkt aanvankelijk onder opwaartse druk, onder invloed van de onrust op de Duitse kapitaalmarkt naar aanleiding van geruchten over een rapport van de Bundesbank, waarin over een één op één verhouding voor de ruil van Ost-markten in D-mark zou worden gesproken. Doordat men voor West-Duitsland meer negatieve gevolgen ziet dan voor Nederland, was het koersverlies bij ons wat kleiner, waardoor het rente-écart dat eerder dit jaar nog 0,7% heeft bedragen bijna volledig verdween. Vervolgens trad weer een herstel op. De obligatiemarkt verloor echter opnieuw terrein nadat de minister van Financiën een nieuwe lening

Valutakoersen

	1990 hoogste koers	1990 laagste koers	Koers per 26/2	Koers per 12/3
Amerikaanse dollar	1,94	1,87	1,90	1,92
Engelse pond	3,23	3,09	3,22	3,09
Duitse mark (100)	112,95	112,59	112,62	112,59
Zwitserse frank (100)	128,41	122,90	128,23	127,03
Japanse yen (10.000)	133,35	126,35	127,61	126,35

1990-2000 met een coupon van 9% aankondigde. Besloten is op deze lening een nieuw tendersysteem toe te passen, waarbij afgerekend wordt op de inschrijvingskoers in plaats van op één emissiekoers. Daarnaast vindt na de inschrijving voor bedragen van minimaal f 2,5 miljoen nog een doorlopende afgifte plaats. De beleggers toonden zich bij deze nieuwe methode onzeker en gaven er veelal de voorkeur aan te wachten op de toonbankafgifte, waardoor voorafgaand aan de inschrijving op de nieuwe lening de koersen over een breed front daalden. Hierdoor liep het écart met de rente in West-Duitsland op tot 0,2%, waarna later weer een herstel optrad. Daarmee ligt het rendement voor de langstlopende staatsleningen nu op 9,2%.

Internationale beurzen

Twijfels rond Tokio

Op de internationale beurzen hield Wall Street zich opmerkelijk goed, terwijl met zorg werd gekeken naar de ontwikkelingen in Tokio. Sommigen zijn van mening dat de periode van vijf jaar vrijwel onafgebroken koersstijging in Japan nu is beëindigd. Niet alleen wordt in dit verband de koersdaling van de Nikkei-index met ruim 14% sedert het begin van het jaar naar voren gebracht. Regelmatig wordt ook gewezen op een fundamentele wijziging van de situatie in Japan. De periode van lage rente die de investeringen stimuleerde lijkt nu immers afgesloten. Na een snelle stijging is de rente inmiddels beland op 7,25%. Een tweede verandering wordt gevormd door de opgelopen olieprijs. Enerzijds houdt dit verband met de ontwikkeling van de ruwe olieprijs in dollars, anderzijds met de scherpe koersval van de Japanse yen, waardoor de prijs van olie in yen nog sneller is gestegen. In januari waren de japanse olieimporten hierdoor ruim 40% hoger dan een jaar geleden. De scherp in koers gedaalde yen is overigens op zich ook een factor die de hele ambiance voor de Japanse financiële markt heeft gewijzigd. Daarbij maken veel waarnemers zich al langer zorgen over het hoge peil van de beurskoersen en nog meer de prijzen op de vastgoedmarkt. De totale waarde van het vastgoed in Japan is meer dan dat in de VS, Canada en Frankrijk bij elkaar. De afgelopen drie jaar stegen de grondprijzen in Tokio met in totaal 150%. Inmiddels zijn hypotheeken met een looptijd van 100 jaar geïntroduceerd om de financieringslasten van een eigen woning enigszins acceptabel te houden, waarbij hypotheeken ter hoogte van zeven maal het jaarinkomen niet buitensporig zijn. Wat de beleggers daarbij vooral zorgen maakt is dat onroerend goedbezitters hun toegenomen vermogen als onderpand gebruiken om in effecten te beleggen, terwijl de effectenbezitters hetzelfde doen om onroerend goed te verwerven. Onder invloed van dergelijke aarzelingen lag de beurs er de laatste tijd slecht bij. Eind februari tuimelde de Nikkei-index met bijna 1700 punten omlaag, de grootste daling na die van 20 oktober 1987, waardoor de index ca 20% onder het hoogtepunt van twee maanden eerder

belandde. In totaliteit werd over een vijfdaagse periode een koersverlies van ruim 10% geleden. In de daarop volgende dagen vond overigens een koersherstel plaats, waardoor een deel van het verlies weer werd ingelopen.

Ondanks al deze factoren mag niet uit het oog worden verloren dat de vooruitzichten voor de Japanse economie goed zijn. Daarbij is de spaarneiging van de Japanner nog steeds hoog. Ten slotte mag niet worden vergeten dat de Japanse bedrijven de afgelopen jaren fors in het buitenland hebben geïnvesteerd, waarvan zij de komende jaren de revenuen zullen plukken. Wanneer de langverwachte discontoverhoging eenmaal heeft plaatsgevonden en de yen in rustiger vaarwater komt, zullen ook deze zaken weer meer de aandacht krijgen.

Wall Street voorop in herstel

De angst dat de koersval in Tokio de andere beurzen zou meentrekken werd overigens niet bewaarheid. Integendeel, op de meeste beurzen vond een opvallend herstel plaats. Wall Street liep daarbij voorop, profiterend van een gedraaid sentiment wat betreft de vooruitzichten voor de Amerikaanse economie.

Boeing meldde dat zij haar raming voor de vliegtuigmarkt tot het jaar 2005 heeft verhoogd tot 9935 toestellen, die een waarde vertegenwoordigen van \$ 626 miljard. Een jaar geleden werd nog uitgegaan van 7838 toestellen met een waarde van \$ 490 miljard. Opzien baarde het bericht dat Pathé Communications een bod ter hoogte van \$ 1,9 miljard wil uitbrengen op MGM/UA, het gerenommeerde filmconcern. De koers van Digital trok tijdelijk scherp aan op de (later ontkende) geruchten dat er in Japan belangstelling zou bestaan voor de overname van het computerbedrijf. In korte tijd steeg de koers met ruim 10% tot \$ 77. De lage koers van het aandeel levert overigens wel problemen voor de maatschappij op. In de eerste plaats wordt het aantrekken van noodzakelijk kapitaal bemoeilijkt. Daarnaast ligt de boekwaarde van de aandelen rond \$ 68, dus tot voor kort vrijwel gelijk aan de beurskoers, waardoor het risico van een overval uiteraard extra groot is.

American Express doet een bod op de nog niet in haar bezit zijnde aandelen in het op een na grootste effectenhuis Shearson Lehman Hutton. Liever had American Express zijn belang vermindert, maar de kansen hierop lijken voorsnog minimaal. Daar het effectenhuis meer vermogen nodig heeft en een emissie op dit moment niet goed mogelijk lijkt, heeft men maar besloten tot een totale overname, zo mag worden geconcludeerd. De aandeelhouders van American Express waren niet erg ingenomen met deze zet, omdat die in eerste instantie de winst drukt. De koers van de aandelen moest flink terug op het bericht.

Londen blijft zwak

De beurs van Londen werd geconfronteerd met een aantal belangrijke plannen van grote concerns. Zo wil De Beers haar Zuidafrikaanse belangen met de andere inter-

nationale belangen onderbrengen in een Zwitserse holding. De koers schoot hierop met meer dan 10% omhoog. Ook ICI maakte een stap die de koers ondersteunde, met de aankondiging dat het chemieconcern aandelen wil gaan inkopen. Voorlopig wordt de aandeelhouders toestemming gevraagd om maximaal 10% van het kapitaal te mogen inkopen. Het bericht viel in een dalende beurs, maar leverde toch een winst van 12 pence voor het aandeel op, waardoor de koers opliep naar inmiddels iets boven de £ 11. Mede door het gedaalde vertrouwen in de conservatieve regering en het zwakke pond ging het herstel, dat Wall Street en de meeste Europese lieten zien, aan de Britse beurs voorbij.

De Amsterdamse beurs

Flink herstel

Op de Amsterdamse effectenbeurs volgde in de eerste weken van maart een bemoedigend herstel op het wegzakken van de aandelenkoersen in de voorgaande maanden. Opmerkelijk was dat de koersstijgingen die in de tweede week van maart plaatsvonden, werden aangevoerd door de cyclische waarden. Hoewel de economische vooruitzichten goed zijn en de groeiramingen in verband met de ontwikkelingen in Oost-Europa naar boven zijn bijgesteld, lagen de cyclische waarden lange tijd slecht in de markt. Met name Hoogovens en AKZO deden het nu bijzonder goed, nadat zij eerder een ferme koersdaling hadden moeten verwerken. Voor de staalaandelen gold ook elders in Europa een duidelijk betere stemming. Hoogovens dat eind februari tot tegen de *f* 60 was gezakt, wist zich in twee weken omhoog te werken tot bijna *f* 76. Over een breed front toonde de beurs een fors technisch herstel, nadat de beurs eerder nog weinig enthousiast had gereageerd op de bedrijfsberichten die de beurs inmiddels overspoelen. Unilever maakte melding van een 8% hogere winst van *f* 3,3 miljard. Valutaire ontwikkelingen zoals de daling van het Britse pond en de dollar hadden een ongunstige invloed op de cijfers. Gecorrigeerd voor deze valuta-effecten zou de winststijging zijn uitgekomen op 15%. Voor het lopende jaar is men positief gestemd, zij het iets minder uitgesproken dan een jaar geleden.

Het bedrijfsresultaat bij Philips is vorig jaar lager uitgekomen, hetgeen veel beleggers teleurstelde. Dank zij lagere financieringslasten en hogere bijzondere baten kon desondanks een 30% hogere winst van *f* 1.374 miljoen worden gerapporteerd. Met de chips en de professionele systemen gaat het slecht. De consumenten-elektronica die jarenlang het probleemkind was, heeft echter een flinke verbetering ondergaan. Voor het lopende jaar wordt een verbetering in de probleemgebieden voorzien. Mede daardoor zal de netto groepswinst in het lopende jaar stijgen, terwijl een groter deel van de winst afkomstig zal zijn uit de normale bedrijfsvoering. Voor het eerst kwamen er ook berichten van PolyGram als beursfonds. Zoals bekend heeft Philips een 80% belang in deze onderneming, waarvan de overige aandelen vorig jaar op de beurzen van Amsterdam en New York zijn geïntroduceerd. PolyGram heeft 18% van de wereldmarkt in platen en cd's in handen. De netto winst is vorig jaar gestegen met 27%.

AKZO kon een winststijging met 13% tot *f* 954 miljoen rapporteren. Voor het lopende jaar sprak men de verwachting uit het winstniveau te kunnen handhaven. De beurs ontving het bericht positief. In eerste instantie trok de koers bijna *f* 2 aan tot *f* 114,50, terwijl de daaropvolgende dagen een verdere stijging plaatsvond tot zelfs even *f* 130.

ABN zag de winst in het afgelopen jaar toenemen met 15% tot *f* 701 miljoen. Voor 1990 wordt voorsnog uitgegaan van een gelijke winst, hetgeen bij een groter uitstaand

Beursindices

	1990 hoogste koers	1990 laagste koers	Koers per 26/2	Koers per 9/3
VS (Dow Jones)	2810	2543	2602	2683
Engeland (FT-100)	2464	2216	2249	2234
Duitsland (Dax)	1939	1774	1776	1859
Nederland (CBS-koersindex)	206	184	184	193
Tokio (Nikkei)	38.713	33.322	33.322	33.993
Australië (All Ord)	1714	1546	1546	1579

aandelenkapitaal neer zou komen op een lagere winst per aandeel. Na de eerdere zwakke koersontwikkeling voor de bankensector kon de ABN haar aandelenkoers herstellen tot boven de f 40 een winst van bijna 10%. AMRO rapporteerde een 22,7% hogere netto winst van f 721 miljoen, exclusief een bijzondere bate van f 128 miljoen. Ten opzichte van het dieptepunt van februari steeg de koers van AMRO in korte tijd met f 5 tot f 78.

Bührmann-Tetterode heeft een 33% hogere winst van f 219,2 miljoen behaald. Per aandeel komt dit neer op f 6,93 waaruit een dividend van f 2,75 in de vorm van een keuzedividend wordt voorgesteld. De koers van Bührmann, die eerst met de cyclische fondsen behoorlijk was weggezaakt, herstelde zich in twee weken tijd met bijna 15%. Océ van der Grinten ging bij de presentatie van het jaarverslag niet verder dan de verwachting uit te spreken van een verdere stijging van omzet en winst. Voor de beurs was dit voldoende om de koers toch iets hoger te stellen.

Staatsleningen

Financiën toont zich innovatief

Het Ministerie van Financiën heeft zich tijdens het nog korte bewind van minister Kok actief getoond op de effectenmarkt. De jarenlange discussies over afschaffing van de beursbelasting werden kortdaat doorbroken door het besluit de beursbelasting per 1 juli a.s. af te schaffen. Ter compensatie zullen daarbij de uitkeringen door de Staat bij nieuwe staatsleningen worden afgeschaft. Het is overigens de vraag in hoeverre de afschaffing van deze uitkeringen, die aan de grote institutionele beleggers voor een groot deel werden doorgegeven, daadwerkelijk een bezuiniging oplevert. Het kan namelijk zo zijn dat deze beleggers het mislopen van deze korting verdisconteren in hun inschrijvingsprijs.

Naast bovengenoemde maatregel studeert Financiën op het verlagen van de financieringskosten. Deze staan momenteel onder een opwaartse druk ten gevolge van de scherp gestegen rentestand. Deze heeft tot gevolg dat de rentekosten van nieuwe staatsleningen flink hoger zullen uitkomen dan aanvankelijk begroot. Uitgaande van een voor dit jaar te financieren bedrag van f 42 mrd. betekent een procent hogere rente een extra jaarlijkse rentelast van f 420 mln. Ten opzichte van de laatste miljoenennota, waarin werd uitgegaan van een rente van 6,5% is de rente inmiddels met 2,5% gestegen. Naast de extra rentelast voor nieuwe staatsleningen betekent het niet doorgaan van geplande vervroegde aflossingen een onverwachte tegenvaller. Recentelijk heeft Financiën voor de rentekosten in 1991 dan ook een bedrag van f 1,1 mrd. extra begroot, hetgeen een wezenlijk onderdeel vormt van de tegenvallers van in totaal f 3,8 mrd. Op verschillende manieren tracht Financiën compensatie te vinden tegen de opwaartse druk op de rentekosten.

Geen indexleningen

Eerder dit jaar vond in het parlement een discussie plaats over de invoering van indexleningen. Bij dergelijke leningen wordt de hoofdsom jaarlijks aangepast voor de inflatie. Daar de belegger aldus een waardevast bezit heeft zou hij genoeg moeten nemen met een lagere rentevergoeding dan nu het geval is. Voor de Staat zou dit in eerste instantie een belangrijke besparing op financieringskosten kunnen opleveren, terwijl op de lange duur relatief goedkoop gefinancierd kan worden zolang de inflatie maar laag blijft. Indien de inflatie echter oploopt kan de staatsschuld fors stijgen onder invloed van de jaarlijkse indexering, hetgeen voor het Ministerie van Financiën een nauwelijks acceptabele onzekerheid met zich mee lijkt te brengen.

Nieuw emissiesysteem

Wel heeft Financiën een nieuwe wijze van emitteren van staatsleningen geïntroduceerd. In het nieuwe systeem is sprake van een zogenaamde Amerikaanse tender, waarbij iedere belegger kan aangeven tegen welke koers hij een gewenst aantal obligaties uit de nieuwe emissie wenst af te nemen. Voor zover de aangegeven koers hoger ligt dan de minimale koers, die door Financiën wordt vastgesteld, wordt volledig toegewezen op de prijs die de belegger heeft aangegeven. Dit is wezenlijk anders dan bij het tendersysteem dat de laatste jaren werd gehanteerd, waarbij alle beleggers tegen dezelfde koers werden afgerekend. Voor die beleggers die hebben ingeschreven op precies de uitgiftekoers die Financiën heeft vastgesteld verandert er uiteraard niets. Zij houden het risico van een slechts gedeeltelijke toewijzing.

Een tweede element dat nieuw is vormt de toonbankafgifte die volgt op de initiële uitgifte. Deze toonbankafgifte vindt plaats in minimale porties van f 2,5 miljoen. Door deze doorlopende afgifte kan de agent van het Ministerie van Financiën zijn beroep op de markt nauwkeuriger afstemmen op de marktsituatie en de behoefte van de Staat.

Een derde nieuw element was de vergoeding voor de banken, die is teruggebracht tot 0,25% van de toewijzingen op de tender, maar voor de toonbankafgifte volledig is afgeschaft. Ten slotte was de periode tussen inschrijving en storting met ruim twee maanden ongebruikelijk lang.

De markt toonde zich door de nieuwe emissiemethode wat onplezierig verrast, te meer daar de beleggers nauwelijks tijd werd gegund op het geheel nieuwe systeem in te spelen. Veel institutionele beleggers gaven er de voorkeur aan de tender af te wachten, of schreven tegen een te scherpe prijs in. Immers, men kon zich altijd nog melden voor de toonbankafgifte. Ook voor de banken bracht de onverwachte introductie van het nieuwe systeem een aantal probleempjes met zich mee. Daarbij speelde bij voorbeeld hoe men via het kantorennet de particuliere beleggers kan adviseren over de optimale koers waartegen ingeschreven moet worden. Daarnaast werden de banken geconfronteerd met de vraag van de beleggers of de banken het risico van de belegger over wilden nemen door hen een vaste toewijzing te garanderen.

Beter inspelen op de markt

Voor de Staat lijkt het nieuwe systeem succesvol te zijn verlopen, hetgeen overigens ook wel nodig was nadat onder druk van de sterk oplopende rente de emissie eerder was uitgesteld. Bij de toewijzing op de tender werd tegen een minimale koers van 98,70 een bedrag van f 855 miljoen uit de markt genomen. De gemiddelde koers waarop werd toegewezen was echter 98,81. In de daarop volgende dagen werd flink bijgeplaatst, waardoor nog in dezelfde week het uitgiftebedrag al was opgelopen tot ruim f 3 miljard, terwijl de koers inmiddels al was gestegen tot 99,20. Daaruit blijkt al het voordeel voor de Staat. Net zo goed als de agent van het Ministerie van Financiën op de onderhandse markt van dag tot dag kan bepalen in hoeverre men tegemoet wil komen aan de wensen op de markt, kan men dit dank zij het nieuwe emissiesysteem nu ook op de openbare kapitaalmarkt. Dit biedt de mogelijkheid tot meer fine-tuning dan het geval is met de traditionele emissies, waarvan het succes te afhankelijk is van het beursklimaat op één enkele dag, hetgeen in toenemende mate een risicofactor vormt nu de bewegingen op de obligatiemarkt ook steeds heftiger worden. Met genoemde inschrijving op de nieuwe lening heeft de Staat per half maart een derde van de financieringsbehoefte, die in de Miljoenennota op f 42 miljard werd geraamd, gedekt.