

Frans referendum

De Europese rentemarkten stonden de afgelopen weken behoorlijk onder druk. Enerzijds was dat een gevolg van de onderuit glijdende dollar. Deze trok niet alleen het Britse pond mee omlaag, maar betekende ook een toenemende vraag naar de D-mark. In Engeland leidde dit tot heftige speculaties of de regering nu de rente zou moeten verhogen dan wel de munt zou moeten devalueren.

Het beeld werd nog versterkt nu duidelijk wordt dat het Franse referendum mogelijk in een 'nee' tegen het Verdrag van Maastricht zal uitmonden. Dat de opiniepeilingen steeds sterker wijzen op een afkeuring van de EMU laat duidelijk zijn sporen na op de Europese valuta- en obligatiemarkten.

Juist de Europese obligatiemarkten hebben sterk kunnen profiteren van de hoge vlucht die het Europese integratieproces de afgelopen jaren heeft genomen. De rendementen die bij voorbeeld in 1991 op deze markten konden worden behaald illustreren dit duidelijk, evenals de tot eind mei dit jaar fors teruggelopen renteverschuiven (zie tabel).

De euforie rond het Verdrag van Maastricht is na het Deense referendum van 2 juni danig afgenomen. Met uitzondering van de harde kern van het DM-blok (Duitsland, Neder-

land en in iets mindere mate België) werd op alle Europese rentemarkten zwaar terrein verloren. De ecu-markt liep extra klappen op. Al enige tijd noteerden ecu-obligaties ver boven de op basis van de samenstelling van het valutamandje te berekenen theoretische koers, omdat het EMU-perspectief een extra vraag naar ecu-beleggingen creëerde. Na het Deense nee daalden de koersen van de ecu-obligaties echter fors, tot zelfs onder hun theoretische waarde, zodat sprake was van dubbel verlies. De in juni en juli weer sterk opgelopen renteverschuiven illustreren het afgenomen vertrouwen in de voortgang van het Europese integratieproces.

Met angst wordt nu uitgekeken naar het Franse referendum, dat op 20 september zal plaatsvinden. Zegt een meerderheid van de Fransen nee dan is de EMU voorlopig van de baan. Zegt een meerderheid ja dan zijn er nog twee belangrijke obstakels te nemen: Duitsland, waar veel oppositie bestaat tegen de EMU in verband met het moeten opgeven van de Duitse mark, en het Verenigd Koninkrijk, waar iedere overdracht van bevoegdheden naar Brussel moeilijk ligt. Voor beide landen vertrouwt men erop dat de politiek toch voor een verdere Europese integratie zal kiezen.

Wat kan nu de reactie zijn van de financiële markten op de uitslag van het Franse referendum? Een positieve uitslag betekent zonder twijfel een impuls voor de Franse, maar ook de Zuidoepese en Scandinavische valuta- en rentemarkten. De rally op de Franse markt kan daarbij het sterkst zijn, zoals ook de aankondiging van het referendum de Franse markt onevenredig zwaar heeft getroffen. Daarnaast zou

Spanje meer van de positieve uitslag kunnen profiteren dan Italië, omdat meer vertrouwen bestaat in het vermogen van Spanje om tijdig aan de EMU-criteria te gaan voldoen dan van Italië. De ecu-markt, die als gevolg van het Deense nee een forse stap terug heeft moeten doen, zal eveneens een sterke opleving kunnen tonen. De rente- en valutamarkten van de harde kern van het DM-blok zullen bij de rally op de markten van de andere Europese landen achterblijven. Vormt daarna de ratificatie van het Verdrag van Maastricht in de andere lidstaten evenmin een probleem dan mag zelfs verwacht worden dat voor de Spaanse peseta en het Britse pond spoedig de fluctuatiemarge binnen de EMS-band beperkt zal worden tot 2,25%.

Een negatieve uitslag van het Franse referendum betekent het einde van de EMU-gedachte. Naast de Franse markt en de ecumarkt zullen daarvan vooral de markten van de zuidelijke landen en daarnaast die van het Verenigd Koninkrijk en de Scandinavische landen de terugslag ondervinden. Beleggers zullen zich nog meer dan voorheen richten op de harde kern van het DM-blok.

Een Franse afwijzing van Maastricht zal de valutakoersen in het EMS zelfs onder zo'n zware druk kunnen zetten, ook al laat het niet doorgaan van de EMU het voortbestaan van het EMS op zichzelf onverlet, zodat koersaanpassingen onvermijdelijk zijn. De Italiaanse lire zou hiervan het eerste slachtoffer zijn en waarschijnlijk de Spaanse peseta en het Britse pond met zich meeslepen. Zelfs bij een Franse instemming met Maastricht mogen koersaanpassingen niet uitgesloten worden. Meer dan het afgelopen jaar zullen de markten oog hebben voor de economische ontwikkeling in de verschillende landen. Daarbij zal in eerste instantie toch weer twijfel kunnen ontstaan over het perspectief van de Italiaanse economie, terwijl buiten het EMS-gebied vooral de Finse markka als een potentiële devaluatiekandidaat gezien moet worden. Van te voren een richting aangeven lijkt met de huidige onzekerheden speculeren, maar dat de week na 20 september in Europa forse fluctuaties op rente- en valutamarkten zal geven is zo goed als zeker.

Tabel 1. Rendement van enige Europese valuta

	Total return in f	rente-ecart met Nederland	
	1991	25-5-92	10-8-92
Nederland	11,42%		
Duitsland	11,71%	-0,35	-0,30
België	13,71%	0,45	0,54
Frankrijk	15,34%	0,20	0,59
Denemarken	15,39%	0,43	0,94
VK	14,74%	0,88	1,13
Ierland	15,93%	0,72	0,96
Italië	17,03%	3,02	3,76
Spanje	18,53%	2,56	3,86
Portugal	27,41%	3,32	4,55
Finland	6,53%	2,75	4,09
Ecu	15,01%	0,29	1,02

Deze bijdrage is ontleend aan de tweewekelijkse publicatie *Beleggen met Van Lanschot*.