

Europa

Het Deense referendum

De Deense bevolking heeft vorige week dinsdag in een referendum tegen het Europese-Unieverdrag gestemd. Dit brengt een zware slag toe aan het streven naar Europese eenheid. Tijdens de langdurige onderhandelingen die voorafgingen aan de ondertekening van het verdrag door de Europese staatshoofden en regeringsleiders in Maastricht, is nauwelijks serieus aandacht besteed aan de mogelijkheid dat Denemarken niet met het verdrag zou instemmen. Alle aandacht ging uit naar de positie van het Verenigd Koninkrijk, dat traditioneel de meeste moeite heeft met de Europese integratiegedachte. In Denemarken schrijft de grondwet voor dat bij besluiten die een majeure overdracht van bevoegdheden aan een internationale organisatie impliceren, raadpleging van de bevolking is vereist, maar gezien de grote steun van politieke zijde voor een Europese Unie werd dat als niet meer dan een formaliteit beschouwd. De uitslag van het referendum komt dan ook volslagen onverwacht en kan belangrijke gevolgen hebben voor het Europese integratieproces en daarmee voor de financiële markten. Een aantal factoren kan daarbij worden onderscheiden.

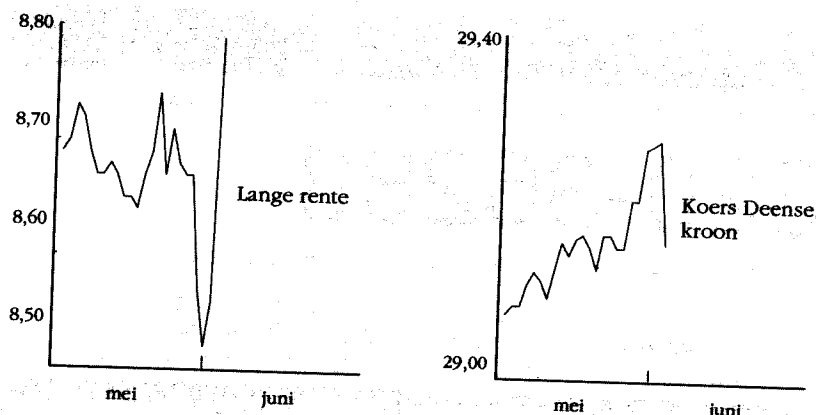
De Deense positie

Ten eerste de positie van Denemarken zelf. Het Deense nee betekent dat Denemarken niet mee zal doen aan de derde fase van de EMU, de fase waarin zal worden overgegaan op een gemeenschappelijke Europese munt. Dit zette de Deense kroon en de Deense obligatiekoersen woensdag meteen onder druk. De centrale bank van Denemarken heeft direct haar belangrijkste geldmarkttarieven moeten verhogen van 9,85% naar 10,50% om te voorkomen dat de kroon door de bodem van de EMS-band zou zakken. Denemarken zal zich nu moeten beraden over hoe het verder wil met Europa. Een wat afzijdige positie ten opzichte van Europa maakt het land als vestigingsplaats voor bedrijven minder interessant, hetgeen ten koste kan gaan van de economische groei. De Deense regering kan daarom proberen over het verdrag te gaan heronderhandelen, maar de kans is reëel dat de andere lidstaten daar niet mee zullen instemmen, omdat dit als het ware een doos van Pandora zou kunnen openen met nieuwe eisen van ieder land. Een kleine kans zou misschien de constructie maken waarbij men voor Denemarken dezelfde uitzonderingspositie toestaat als voor het Verenigd Koninkrijk, dat qua sociale paragraaf en verbintenissen aan de derde fase van de EMU minder vergaande verplichtingen opgelegd krijgt. Als heronderhandeling niet mogelijk is, zou de Deense regering eventueel in een later stadium, als zou blijken dat het leeuwedeel van de EG-landen wel met de integratie wil doorgaan, opnieuw een referendum kunnen houden. Het valt echter niet te verwachten dat dit dan al dit jaar zou plaatsvinden.

Probleem voor Europa

Ten tweede zal natuurlijk ook Europa zich moeten beraden hoe het nu verder wil. Een moeizame en bij tijd en wijle crisisachtige situatie kan het gevolg zijn. In zijn algemeenheid geldt dat onzekerheid over de Europese integratie op zich positief werkt op de positie van de Duitse rente- en valutamarkt. De Duitse markt vormt immers het anker van het EMS en hoewel de Deense afwijzing van het verdrag van Maastricht op zich de huidige EMS-afspraken ongewijzigd laat, betekent het wel dat de komst van een gemeenschappelijke Europese munt minder zeker wordt, hetgeen de vlucht in de Duitse mark bevordert. In het kielzog van de Duitse mark kunnen ook de andere traditioneel sterke munten profiteren, waarbij met name aan de gulden en de Belgische frank kan worden gedacht. Ook de Franse frank zou in de voorgaande alinea genoemd kunnen worden, ware het niet dat president Mitterand woensdag al direct heeft medegedeeld dat ook in Frankrijk een referendum zal worden gehouden. Dit had meteen zijn terugslag op de Franse markt, immers dat betekent dat zelfs de deelname van Frankrijk aan de EMU (en dus het hele idee van de EMU, want zonder Frankrijk en Duitsland is een EMU weinig zinvol) nog onzeker is. De positie van het Verenigd Koninkrijk is tweeslachtig. Enerzijds ondervindt het Britse pond eveneens de weerslag van het meer op losse schroeven komen te staan van de Europese eenwording, maar anderzijds was al bekend dat het Verenigd Koninkrijk zich nog niet op voorhand verbindt aan deelname aan de derde fase van de EMU. Het parlementaire debat dat afgelopen woensdag over het verdrag zou worden gehouden is overigens vooralsnog uitgesteld. De tegenstanders van Britse deelname aan de Europese Unie voelen zich door de uitslag van het referendum uiteraard gesterkt. Ernstige gevolgen kan de Deense afwijzing hebben voor de munten en obligatiemarkten van de zuidelijke lidstaten Italië, Spanje en Portugal. Deze voldoen nog lang niet aan de in het verdrag van Maastricht opgestelde convergentiecriteria voor deelname aan de derde fase van de EMU en de hoop was dat zij juist onder druk van uitsluiting van deelname aan de kopgroep een streng economisch beleid zouden gaan voeren. Dit maakte beleggen op hun rente-

Figuur 1. Ontwikkeling van de lange rente in Denemarken en de koers van de Deense kroon

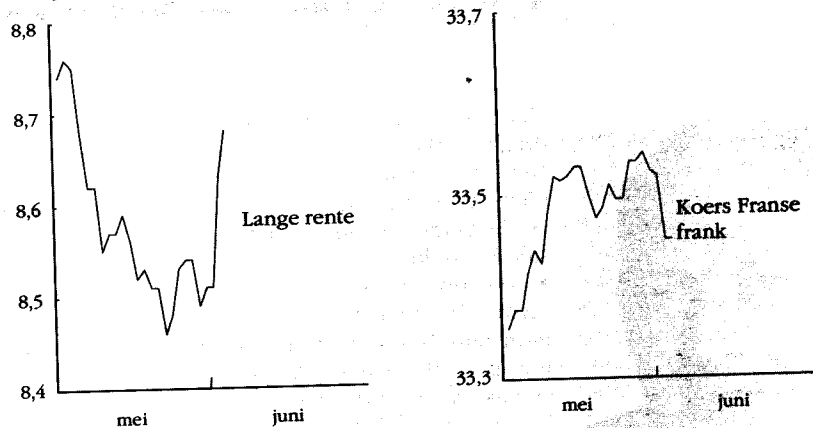


markten aantrekkelijk, gezien het vooruitzicht van een hoog, maar op termijn afnemend rente-ecart bij een door de EMS-band begrensd wisselkoersniveau. De vrees bestaat nu dat de dwang tot convergentie met de sterkere Europese economieën minder wordt, doordat het integratieproces vertraging zal ondervinden of doordat de positie van Denemarken het ontstaan van een Europa van twee snelheden sowieso onvermijdelijk maakt. Met name voor Italië lijkt de afnemende dwang een slechte zaak.

Nieuwe lidstaten

Heel belangrijke consequenties kunnen zich ook voordoen voor de Scandinavische markten. Zweden en Finland hebben hun EG-lidmaatschap al aangevraagd, Noorwegen overweegt dit aan het eind van het jaar te doen. Hoewel de Noorse premier Brundtland in eerste reactie gesteld heeft dat de Noorse regering bij haar voornemen blijft het EG-lidmaat-

Figuur 2. Ontwikkeling van de lange rente in Frankrijk en de koers van de Franse frank



eenwording, met eerst bevrozing van de ecu-valutamand en vervolgens de overgang naar één munt. Een vooralsnog aanhoudende onzekerheid over het integratieproces zal op de ecumarkt dan ook voorlopig een drukkende invloed uitoefenen.

Conclusies

- Het proces naar een EMU is onverwacht een stuk onzekerder geworden door de negatieve uitslag van het Deense referendum over het verdrag van Maastricht. Heel binnenkort staat de EMU een tweede testcase te wachten, als op 18 juni in Ierland eveneens een referendum over het verdrag wordt gehouden. Bovendien heeft ook Frankrijk besloten tot een referendum over te gaan. In zijn algemeenheid betekent de sterk toegeneomen onzekerheid dat op de Europese rentemarkten de komende tijd forsere fluctuaties zijn te verwachten. Daarbij zal bij groeiend pessimisme over verdere Europese integratie een vlucht ontstaan in de traditioneel sterke valuta's, met name de Duitse mark, gulden en Belgische frank, maar zelfs deze markten kunnen bij tijd en wijle enigszins onder druk staan als beleggers zich meer in zijn algemeenheid afkeren van de Europese rentemarkten en kiezen voor belegging in Amerika en/of Japan.
- De kans op een Europa van twee snelheden wordt groter, hetgeen de dwang van de voor deelname aan de EMU opgestelde strenge convergentiecriteria minder sterk kan maken. Dit zal zijn weerslag hebben op de rentemarkten van de zuidelijke lidstaten: deze zul-

len extra gevoelig worden voor ieder bericht dat het convergentieproces in twijfel trekt. In dit kader zijn wij het meest negatief over de Italiaanse markt. Italië voldoet in de verste verten niet aan de convergentiecriteria en de economische 'fundamentals' zijn zwak. Bij afzijdigheid van Denemarken zal Italië veel minder sterk staan in zijn standpunt dat het ondanks alles toch vanaf het begin aan de EMU mee moet doen.

- De reactie op de Deense rente- en valutamarkt lijkt erg ver doorgeschoten. Hoewel de Deense markt nu structureel op een wat hoger renteniveau kan komen, zijn de economische condities van Denemarken niet slecht en moet worden verwacht dat het land een trouw EMS-lid zal blijven.

**F van Lanschot
Bankiers nv**

SINDS 1737

schap aan te vragen, zal de tegenstand daartegen, die toch al aanzienlijk was, door de Deense opstelling alleen maar sterker worden. Bovendien bestaat de mogelijkheid dat de Scandinavische landen in navolging van Denemarken vooralsnog zullen opteren voor deelname aan de EG zonder onmiddellijke deelname aan een gemeenschappelijke Europese munt. Ook op deze wijze zou de dwang van de voor de EMU opgestelde convergentiecriteria verminderen. Een reële mogelijkheid is voorts dat de EG eerst de interne problemen wil trachten op te lossen, waardoor het tijdschema voor toetreding van derde landen zou worden vertraagd. Al deze zaken kunnen de aantrekkelijkheid van de Scandinavische rente- en valutamarkt verminderen. Welhaast overbodig is de opmerking dat de ecumarkt door de onverwachte Deense positie veel van zijn glans verliest. De markt drijft op het vertrouwen in een spoedige Europese