



Amsterdam, mei 2015

'Grexit' & 'Brexid'. Deze twee ludieke afkortingen zijn in korte tijd gemeengoed geworden en markeren de existentiële crisis waarin de Europese Unie terecht is gekomen. Eigenlijk maakt het al niet meer uit of de Grieken en Britten deze maand al dan niet besluiten om de afslag naar de uitgang te nemen, de geest is al uit de fles. Onder het Europese electoraat lijkt het geloof in de meerwaarde van de Europese Unie tanende. Onder politici neemt de animo om nog eens een lans vóór Europa te breken dan ook merkbaar af. Een versplinterend Europa zou ons inziens slecht nieuws zijn voor beleggers. Op de korte termijn reageren financiële markten echter niet altijd zoals men zou verwachten...

Lang leek het erop dat april een rustige beleggingsmaand zou worden. In de laatste week van de maand corrigeerden de aandelen- en obligatiemarkten, met name die in Europa, echter scherp. Ook de Amerikaanse dollar leverde een deel van haar recente winst ten opzichte van de euro in. Uit de commentaren van marktvoorsers hebben wij geen duidelijke reden voor deze correctie kunnen destilleren. Aangezien de Griekse beurs juist in die week

met acht procent steeg, lijkt het ons voor de hand te liggen om de zoektocht naar een verklaring in Athene te laten beginnen. De Griekse beurs reageerde sterk positief op het besluit van premier Tsipras om de wel zeer merkwaardig opererende minister van Financiën, Yanis Varoufakis, terug te trekken uit het Trojka-onderhandelingssteam. Een noodzakelijke stap om het vertrouwen van zijn Europese partners te kunnen herwinnen.



Yanis Varoufakis in betere tijden...

Of dit offer een oplossing dichterbij gaat brengen, moet overigens nog blijken. Sinds het aantreden van de regering Tsipras, nu 100 dagen geleden, zijn de overheidsfinanciën sterk verslechterd. Het IMF zal daardoor waarschijnlijk niet akkoord kunnen gaan met het verlengen van de noodsteun zonder dat de Griekse overheid aanvullende herstructureringen implementeert en de landen van de eurozone de bereidheid tonen om een deel van hun vorderingen op Griekenland te laten vallen.

Dat het optimisme op de Griekse aandelenmarkt niet oversloeg naar andere Europese aandelenmarkten valt minder makkelijk te verklaren. Te meer omdat gelijktijdig ook statistieken werden gepubliceerd waaruit kan worden opgemaakt dat het economische herstel in de eurozone wortel begint te schieten. Het vergt enige lenigheid van geest, maar om met goed nieuws koersdalingen te kunnen verklaren, moet het vizier waarschijnlijk op de ECB gericht worden. De sterke koerswinsten op de Europese aandelen- en obligatiemarkten in de eerste maanden van 2015 vonden immers hun oorsprong in de aankondiging van het onorthodoxe QE-programma van de ECB. Op basis van dit programma koopt de centrale bank maandelijks voor € 60 miljard aan obligaties op. Voorzitter Draghi heeft bij de bekendmaking ervan aangegeven dat het programma tot doel heeft de inflatieverwachtingen weer 'op te krikken' tot circa twee procent. Hij gaf daarbij tevens aan door te zullen gaan met het opkopen van obligaties tot dat dit doel bereikt is. Bewust of onbewust heeft Draghi zo echter ook de deur opengezet voor een spoedige beëindiging van het opkoopprogramma. Goed economisch nieuws kan zo dus voor beleggers tot slecht nieuws verworden.

De plotselinge scherpe daling van de aandelen- en obligatiekoersen lijkt ons te zijn ingegeven door de angst onder beleggers dat de ECB de geldpers al ruim voor september 2016 stil zal zetten. De correctie doet ons erg denken aan de koerscorrectie op de Ameri-

kaanse aandelen- en obligatiemarkten in de zomer van 2013 nadat de Federal Reserve voorzichtig liet doorschemeren dat het haar obligatieopkoopprogramma in 2014 zou gaan beëindigen. Die correctie eindigde, toen duidelijk werd dat de centrale bank de afbouw van het QE-programma af zou stemmen op de ontwikkelingen op de kapitaalmarkten. Gezien deze parallel maken wij ons voorlopig niet al te veel zorgen over de recente koerscorrectie. In een interview met Het Financieel Dagblad (4 mei jl.) haastte vice-president van de ECB, Vitor Constâncio, zich om te verduidelijken dat het bestuur van de ECB voorlopig nog geen enkele reden ziet om zelfs maar de mogelijkheid om het programma te beëindigen te bespreken. Dit is wat ons betreft 'goed' goed nieuws omdat het beleggers de zekerheid geeft dat de 'buyer of last resort' voorlopig rugdekking blijft geven. Een geruststellende gedachte nu de Griekse tragedie haar volgende climax nadert...

Op de dag dat deze Strategiebrieft wordt gedrukt, gaan de Britten naar de stembus voor hun parlementsverkiezingen. Hoewel deze verkiezingen formeel niet gaan over de toekomst van het Verenigd Koninkrijk binnen de Europese Unie, heeft premier Cameron zijn lot verbonden aan een te houden 'in-or-out' referendum in 2017. De Britse verkiezingen worden door de Europese regeringsleiders dan ook met argusogen gevolgd. Naar het zich laat aanzien zullen de verkiezingen een nek aan nek race worden tussen de conservatieve partij van David Cameron en de Labour partij van 'Red Ed' Milliband. In een zeer lezenswaardige column in de Financial Times – wij sturen u deze graag toe – stipt Wolfgang Münchau echter aan dat beide partijen, evenals de meeste Britten, weinig op hebben met Brussel. Daarnaast stipt hij fijntjes aan dat de door sommige gevreesde 'Brexit' al 24 jaar geleden heeft plaatsgevonden. Tijdens de onderhandelingen voor het Verdrag van Maastricht (1992) bedongen de Britten immers het recht om zich te onttrekken aan het Brusselse federalisme door niet over te gaan op de Europese eenheidsmunt.