

Another brick in the Wall

Financiële markten maken zich op voor het Britse referendum op 23 juni. Het Verenigd Koninkrijk speelt een belangrijke rol in de geschiedenis van Europa. De Britse kiezer moet zich nu gaan uitspreken of zij vinden dat het VK beter af is binnen of buiten de Europese Unie. Wij denken dat een vertrek (Brexit) het Verenigd Koninkrijk economisch harder zal raken dan Europa. Het referendum heeft er in onze ogen toe geleid dat Europese aandelen achter gebleven zijn in het herstel sinds midden februari. Wij zien beperkte downside voor Euro aandelen bij een Brexit en aanzienlijke upside als de Britten besluiten te blijven.

Inleiding

In onze laatste mailing stelden we dat financiële markten na een paniekfase altijd over een 'Wall of worry' heen moeten klimmen. Een grote bouwsteen van deze Wall of worry wordt in onze ogen gevormd door het Brexit referendum in het Verenigd Koninkrijk (VK) op donderdag 23 juni. De vraag van het referendum luidt: *"Should the United Kingdom remain a member of the European Union or leave the European Union?"*. Deze vraag moet beantwoord worden met blijven ('remain') of vertrekken ('leave'). In deze mailing bespreken we de politieke en economische context en de mogelijke effecten van een Brexit. Vervolgens schatten we de kans op een Brexit in en vertalen we dat naar de positionering van de portefeuilles richting het referendum.

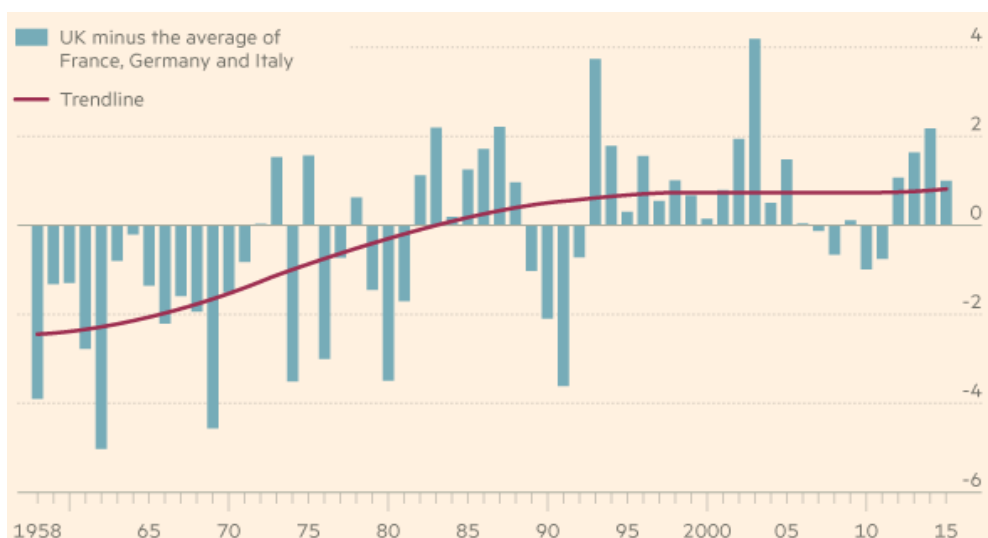
Achtergrond

De discussie over het lidmaatschap van de Britten van de Europese Unie (EU) speelt al een aantal jaren. De financiële crisis van 2008 en de daaropvolgende Europese schuldencrisis maakte de discussie vanaf 2011 weer een "hot topic" op het politieke toneel van het Verenigd Koninkrijk. De Engelse premier Cameron beloofde het electoraat voor het eerst een in/out referendum in januari 2013. Bij de herverkiezing van Cameron vorig jaar stond dus vast dat er een referendum over het Britse lidmaatschap van de EU zou komen. Op 19 februari 2016 keerde Cameron huiswaarts uit Brussel met heronderhandelde voorwaarden en een "speciale status" van het VK binnen de EU. Een dag later werd bekend gemaakt dat het bindende referendum op 23 juni 2016 gehouden zal worden. Vriend en vijand zijn het erover eens dat het nieuwe akkoord geen doorslaggevende rol zal spelen bij het referendum. De grote vraag voor elke kiezer is of Engeland beter af is binnen of buiten de Europese Unie.

Remain or Leave?

Het Verenigd Koninkrijk werd in 1973 lid van de European Economic Community (EEC), de voorloper van de EU. In de jaren '60 en '70, de tijd van koude oorlog, hoge inflatie en massa-stakingen, was het Verenigd Koninkrijk economisch gezien de 'zieke man' van Europa. Dit is duidelijk te zien in onderstaande figuur die de groei van het VK in Bruto Nationaal Product (BNP) per hoofd van de bevolking weergeeft na aftrek van gemiddelde groei van Frankrijk, Duitsland en Italië. In 1979, het jaar dat Pink Floyd het album 'The Wall' uitbracht en Margaret Thatcher premier werd, zette een duidelijke verbetering van de Britse economie in (rode trendlijn).

In 1992 werd met het tekenen van het verdrag van Maastricht de EEC omgevormd tot Europese Unie. Toen is ook afgesproken dat er verdere integratie plaats zou gaan vinden. Met de vorming van de EU ontstond de grootste interne markt ter wereld met vrij verkeer van goederen, personen, diensten en kapitaal. Het is niet toevallig dat vanaf 1992 de Britse economie structureel beter begon te presteren. Op dit moment exporteert Engeland 45% van hun totale export naar de Eurozone. Omgekeerd exporteert de Eurozone slechts 10% naar Engeland. De onderstaande figuur toont duidelijk aan hoe het VK sinds 1992 geprofiteerd heeft van de interne markt van de EU.



Figuur 1: Groei in reëel BNP per hoofd van de bevolking (bron: FT)

In het algemeen wordt ook in het Brexit kamp erkend dat het lidmaatschap economische voordelen heeft opgeleverd. Met name politieke motieven liggen dan ook ten grondslag aan hun wens om Europa de rug toe te keren. Het Brexit kamp is tegen een verdere politieke integratie en tegen immigratie (vrij verkeer van personen). Ze willen de economische voordelen van Europa behouden zonder teveel soevereiniteit op te geven. Historisch gezien heeft het opgeven van macht aan Brussel altijd gevoelig gelegen bij alle deelnemende landen. Door de Europese schulden- en immigratiecrises van de laatste jaren is dit gevoel alleen maar versterkt. De helft van alle immigranten die zich jaarlijks in het VK vestigt komt via de binnengrens met de EU. Engeland kan niets doen om die stroom van mensen te stoppen behalve als de grenzen weer gesloten kunnen worden. In de eerste maanden van 2016 is de stroom van immigranten grotendeels tot stand gebracht doordat de EU de buitengrenzen

heeft versterkt en een immigratiedeal met Turkije heeft gesloten. Die ontwikkelingen kunnen volgens ons wel eens een belangrijke aspect bij de stemming zijn.

Effecten van een Brexit

Een vertrek van Engeland uit de EU is juridisch mogelijk onder artikel 50 van het Lissabon akkoord. Dit artikel schrijft voor dat er binnen 2 jaar nieuwe afspraken en handelsverdragen moeten worden onderhandeld. De huidige afspraken blijven dus maximaal nog twee jaar van kracht. Noorwegen en Zwitserland zijn voorbeelden van landen in Europa die separate verdragen hebben met de EU. Zij hebben op gunstige voorwaarden toegang tot de interne markt maar moeten wel bijdragen aan het budget van de EU en vrij verkeer van personen toestaan. Het Brexit kamp denkt een akkoord te kunnen sluiten over toegang tot de interne markt zonder vrij verkeer van personen. De vraag is hoe meewerkend Europa zich gaat opstellen. De EU heeft immers geen baat bij een land dat zeer succesvol is na vertrek uit de Unie omdat het een voorbeeldfunctie kan hebben voor andere landen. Het is dus zeker dat de onderhandelingen tussen het Verenigd Koninkrijk post-Brexit en de EU moeizaam zullen verlopen en dat de kans op een positief resultaat voor het VK klein is.

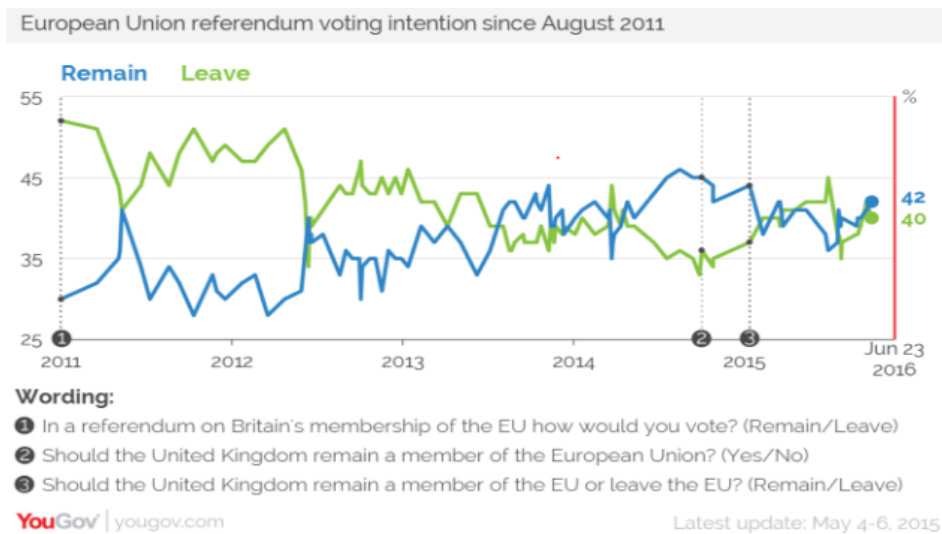
Een 'leave' leidt een onzekere fase in die de Britse economie waarschijnlijk hard zal raken. De eerste tekenen daarvan zijn al zichtbaar in de aanloop naar het referendum. Het Britse pond is duidelijk in waarde gedaald de afgelopen maanden en de groei over het eerste kwartaal viel tegen. Economische indicatoren die toekomstige groei voorspellen dalen sinds eind vorig jaar. De markt voor fusies en overnames in de UK is volledig stil komen te liggen, huizenprijzen zijn aan het dalen en investeringen worden uitgesteld. Als de aanloop naar de stembus de economie al deels verlamt, dan zal het naar onze mening goed mogelijk zijn dat het VK bij een Brexit snel in een recessie belandt. (Terwijl wij dit schrijven waarschuwt de voorzitter van de Bank of England voor recessiegevaar bij een Brexit).

Politiek gezien is er een grote kans dat een vote voor een Brexit een nieuwe stemming betekent in Schotland over onafhankelijkheid. Een meerderheid van de Schotten heeft aangegeven graag deel te blijven uitmaken van de EU. Daarmee kan een Brexit een begin zijn van het opbreken van het Verenigd Koninkrijk zelf.

We denken dat de negatieve impact van een Brexit op de groei in Europa beperkt zal zijn. Allereerst exporteert Europa slechts 10% van de handel naar het Verenigd Koninkrijk. Wellicht belangrijker is dat de goederen en diensten die de EU importeert uit het VK grotendeels door de EU zelf gegenereerd kunnen worden. Dit zou een impuls voor de EU economie kunnen zijn. Het verlies van het VK is dan de winst van de EU. In tegenstelling tot de data uit het VK laten de economische cijfers op het Europese vasteland een verbetering zien de laatste maanden. Tegelijkertijd heeft de ECB haar monetaire instrumenten volledig ingezet waardoor mogelijke negatieve effecten op financiële condities ingedamd kunnen worden.

Politiek gezien is een Europese Unie zonder een sterk lid als het Verenigd Koninkrijk met dezelfde waarden wel zwakker in een tijd dat geopolitieke instabiliteit vraagt om een krachtig Europa. In onze ogen zal het negatieve effect van een Brexit voor de EU meer politiek dan economisch van aard zijn.

Hoe groot is de kans op een Brexit?



Figuur 2: Peilingen (bron: www.yougov.co.uk)

Er zijn een aantal manieren om te beoordelen wat de huidige kans op een Brexit is. Met het bepalen van die waarschijnlijkheid kunnen we beter inschatten wat financiële markten in de koersen verwerkt hebben. Als eerste kijken we naar de peilingen. Er zijn verschillende peilingsystemen in het VK die over het algemeen een slecht trackrecord hebben voor het juist voorspellen van verkiezingen en referenda. We kiezen voor de peilingen van 'You Gov' (zie figuur hierboven) omdat deze peilingen teruggaan tot augustus 2011. Dit stelt ons in staat om de peilingen in context te plaatsen met gebeurtenissen. Op deze figuur valt bijvoorbeeld goed af te lezen dat de immigratiecrisis de steun voor een Brexit heeft versterkt sinds midden 2015. Op dit moment zijn 'leave' en 'remain' in balans en heeft 20% nog niet beslist. Volgens de You Gov peiling lijkt de kans op een Brexit 50%.

In Engeland kun je op alles wedden, dus ook op de uitslag van het referendum. We hebben gekeken naar de 'odds' (kansen) bij de bookmakers. De meeste bookmakers hanteren min of meer dezelfde odds (zie onderstaande figuur) die gemiddeld uitkomen op 4/11 voor 'stay' en 13/5 voor 'leave'. Om deze odds om te rekenen naar percentages dien je het getal na de schuine streep te delen door de som van de twee getallen. De kans op blijven is dus $11/15$ is 73% en de kans op vertrek is $5/18$ is 27%.

	Sort By: Favourite	bet365	sky BET	tabesport.com	BoyleSports	BETFRED	sportingbet	BETVICTOR	PADDYPOWER	StanJames.com	888 sport	Ladbrokes	CORAL	HILL	winner	betfair	betway
+ Stay		1/3	4/11	4/11	1/4	4/11	1/3	1/3	1/3	4/11	5/18	1/3	4/11	3/10	1/3	1/3	1/3
+ Leave		9/4	2	9/4	13/5	9/4	9/4	9/4	9/4	2	12/5	9/4	9/4	12/5	9/4	9/4	12/5

Figuur 3: Odds van de bookmakers (bron: www.oddschecker.com)

Aan de hand van de peilingen en de bookmakers schatten wij de kans op een Brexit op dit moment op zo'n 35-40%. Als we om ons heen kijken lijkt dit ook de inschatting van de markt. Uiteraard kan er nog veel veranderen tussen nu en 23 juni. De campagnes en het debat zal de komende weken in alle

hevigheid losbarsten. Ook factoren zoals economische data, geopolitieke ontwikkelingen en terroristische aanslagen kunnen de stemming tot op de dag van het referendum beïnvloeden.

Vertaling naar de portefeuilles

Wij zijn van mening dat een Brexit de economie van het VK harder raakt dan de EU. Wij hebben de afgelopen maanden de portefeuilles op die basis voorbereid op de onzekerheid die het referendum met zich meebrengt. Met het normaliseren van het sentiment in maart en april hebben we vorige week het risico in de portefeuilles teruggebracht naar een stand vergelijkbaar aan het begin van het jaar (+/- 60 punten in Groei+, +/-42 punten in Waarde+). Deze aanpassing hebben we gemaakt door een deel van de Ishares MSCI Europe te verkopen en daarmee de blootstelling naar Engelse aandelen en ponden verder te verlagen. De Eurozone blijft wel onze favoriete regio.

Zoals besproken denken wij dat de markt een kans van 35-40% op een Brexit heeft ingeprijsd. Het Britse referendum heeft in onze ogen geleid tot een verhoogde terughoudendheid van beleggers om Europese aandelen op te nemen. Sinds de aankondiging van het referendum op 20 februari staat de MSCI Europe index slechts 1-2% hoger en nog steeds 17,5% lager dan het hoogste punt van 2015. Ter vergelijking, de Amerikaanse aandelenindex is 7-8% hoger dan 20 februari en dichtbij het hoogste punt van 2015. Als er een 35-40% kans op een Brexit is verdisconteerd, dan suggereert de achterblijvende performance sinds februari dat de korte termijn downside van EU aandelen bij een leave zo'n 7,5% is. De verplichte periode van 2 jaar om tot nieuwe afspraken te komen verwatert het directe risico. Als de Britten besluiten te blijven ligt in onze ogen de weg voor Europese aandelen open richting het hoogste punt van 2015. We schatten de downside van Euro aandelen dus veel lager in dan de upside. Deze mening wordt verder ondersteund door het aantrekkende economische herstel, waarderingen en een zeer pro-actieve Europese Centrale Bank.

Tenslotte

De komende weken zal de aandacht voor het Britse referendum verder toenemen. De koersen van Europese aandelen zullen reageren op veranderingen in de kans dat het VK vertrekt of blijft. Dit soort onzekerheden horen bij beleggen. Onzekerheid biedt ook kans op rendement. Uitgangspunt blijft daarbij voor ons om te beoordelen of je beloond wordt voor het risico dat je neemt. Als de uitkomst geen historische vertrek wordt dan kan het wel eens een hele mooie zomer worden op de beurs. Het referendum is wat ons betreft 'Another brick in the Wall'.

Met vriendelijke groet, Theo van den Berghe en Renco van Schie

info@valuedge.nl Planetenweg 5T. +31 23 556 3196
www.valuedge.nl 2132 BN Hoofddorp M. +31 6 4635 8634