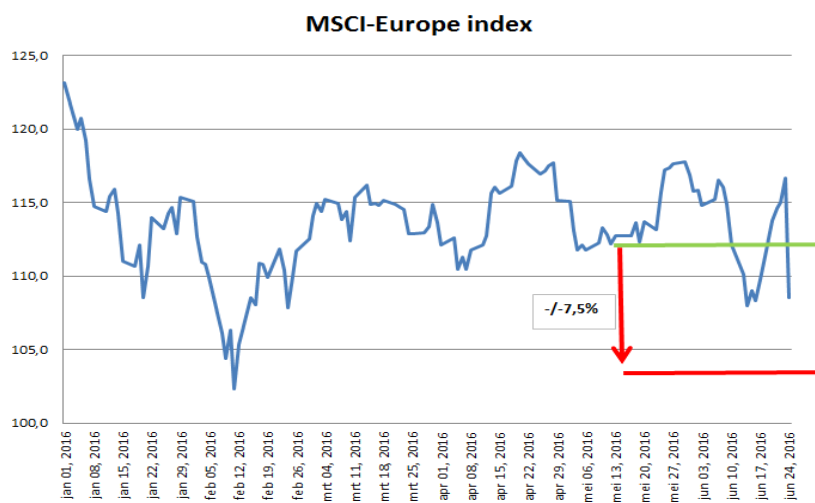


Keep calm and carry on

De Britten hebben gestemd. Met een nipte meerderheid van 51,9% tegen 48,1% hebben zij zich uitgesproken voor een vertrek uit de Europese Unie. De financiële markten reageren vanochtend geschokt. Europese aandelen openden 9,2% lager en het Britse pond daalde meer dan 10% tegen de US dollar. De Euro verloor 3% tegenover de US dollar. De zogenaamde 'safe havens' zoals de Yen, Zwitserse franc en goud stegen in waarde. We willen in deze (korte) mailing de koersbewegingen in perspectief plaatsen, kort ingaan op wat wij verwachten dat er nu gaat gebeuren en de implicaties voor de portefeuilles toelichten.

Ontwikkelingen van de laatste weken

In onze mailing over Brexit, 'Another brick in the Wall' van 12 mei, stelden wij dat de kans op een Brexit kleiner was dan de kans op een Breain. Bij een Leave schatten we de downside van Europese aandelen in op -7,5% ten opzichte van de stand van die dag. Sinds die datum zijn de koersen zeer beweeglijk geweest (zie onderstaande grafiek). Duidelijk te zien valt dat met het stijgen van de kansen van het Breain kamp aanvankelijk de koersen stegen. Vervolgens corrigeerden Europese aandelen begin juni zeer snel toen de kansen van het Brexit kamp toenamen. De moord op pro-EU parlements lid Cox vorige week donderdag leidde tot meer steun voor het Breain kamp en vlak voor het referendum leek een overwinning bijna zeker. Europese aandelen stegen 8% in de vijf dagen voor de uitslag van de stemming. Inclusief de daling van vandaag (-7% om 12.00 uur) staat de MSCI Europe index -3.3% ten opzichte van de stand van 12 mei. Dit is binnen onze inschatting (rode lijn).



Grafiek: MSCI Europe index (bron: www.msci.com)

Wat nu?

De UK blijft voorlopig een EU lidstaat totdat er nieuwe afspraken gemaakt zijn. Deze nieuwe afspraken moeten binnen 2 jaar na een beroep op artikel 50 van het Verdrag van Lissabon zijn afgerond. Rond 9.30 uur heeft Premier Cameron aangekondigd voor oktober te zullen aftreden zodat een nieuwe leider een beroep op artikel 50 kan doen en de onderhandelingen met de EU kan leiden. Dit zou betekenen dat het nog een aantal maanden duurt voordat het VK formeel aangeeft de EU te verlaten (en daardoor tijd wint). Verschillende Europese politici hebben al gezegd dat dit niet geaccepteerd zal worden want 'leave is leave'. Zoals wij eerder hebben aangegeven zal Europa het Verenigd Koninkrijk geen beloning willen geven voor het vertrek uit de EU. De reacties vanuit Europa tot nu toe wijzen daar inderdaad op.

Het is onvermijdelijk dat Schotland een nieuw referendum zal houden om zich los te weken van Engeland. In Schotland stemde namelijk een ruime meerderheid voor het lidmaatschap van de EU. Volgende week staat er een 2-daagse Europese top op de agenda. Deze top zal uiteraard gaan over het beperken van mogelijke negatieve gevolgen van deze Brexit voor Europa en het pad dat met het VK bewandeld zal worden voor een ordelijke exit. Ook verwachten wij een statement met de visie op de toekomst van Europa post-Brexit. Daarbij moeten we niet vergeten dat 48,1% van de Britten voor blijven heeft gekozen en er dus geen sprake is van een brede afwijzing van het instituut EU.

Economisch gezien werd voor het referendum de negatieve impact van een Brexit op de groei van de VK ingeschat op -1% in 2016. Voor de Eurozone was deze inschatting -0,5%. Wij blijven van mening dat de impact op de economie van het VK veel groter is dan op de economie van de EU en dat het goed mogelijk is dat het VK snel in een recessie beland. Voor de wereldeconomie is de impact nog kleiner. Hoewel de Britse economie behoort tot de G7 (7 grootste economieën) is het slechts 4% van de totale wereldeconomie.

Centrale banken wereldwijd staan vanochtend meteen klaar om de financiële markten goed te laten functioneren. Zij zijn actief op de valutamarkten en bieden extra liquiditeit aan het bankwezen. De Europese Centrale Bank en de Bank of England hebben veel instrumenten om markten te helpen stabiliseren in de komende dagen.

Implicaties voor de portefeuilles

We zijn de stemming ingegaan met nagenoeg identieke portefeuilles als op 12 mei. Wij hadden toen al risico teruggebracht, nauwelijks VK exposure en 8-12% cash in beide risicoprofielen. De daling vandaag in met name aandelen heeft uiteraard een negatief effect op de portefeuilles. Aangezien wij wereldwijd gespreide portefeuilles aanhouden in verschillende beleggingscategorïen, bieden sommige delen van de portefeuille ook tegenwicht aan de daling van aandelenkoersen. We verwachten dat de posities in obligaties en overige (alternatieve) beleggingen de komende dagen een dempend effect zullen hebben op de daling. De blootstelling naar vreemde valuta zal naar verwachting ook een positieve bijdrage leveren aan het rendement.

De stijging van Europese aandelen in de week voorafgaand aan het referendum was gebaseerd op Remain en dat is onterecht gebleken. De financiële markten verwerken nu deze negatieve verrassing. Historisch gezien zijn dit soort schokken vaker voorgekomen op financiële markten. In de laatste 15

jaar valt bijvoorbeeld te denken aan de aanslagen van 9-11 en het sluiten van de Amerikaanse overheid in 2013. Het herstel van de aanvankelijk snelle daling liet in die gevallen niet lang op zich wachten en meestal was het verlies na 4-6 weken ingelopen. Gezien de beperkte impact op de wereldeconomie en de slechte performance van Europese aandelen sinds mei 2015 blijven wij van mening dat er vanaf hier beperkte downside is. De afgelopen maanden hebben beleggers zich voorbereid op het referendum door veel kapitaal uit Europa en het VK te halen, of allocaties uit te stellen. Als blijkt dat deze uitslag een beperkte impact heeft op de Europese economie verwachten wij dat kapitaal terug zal stromen richting Europa.

Tot nu toe is de daling van de Europese aandelenindex geheel in lijn met onze verwachting bij een Brexit scenario. Afhankelijk van de marktbewegingen in de komende dagen zullen we bepalen hoe we de cash weer aan het werk zetten.

Tenslotte

In 1939 publiceerde de Britse overheid een poster ter voorbereiding op de tweede wereldoorlog. Deze poster diende ter motivatie van het volk. We hebben deze poster hieronder geplaatst op de dag dat de Britten een historisch besluit hebben genomen. De tekst is nu vooral van toepassing op beleggers: Keep calm and carry on.



Met vriendelijk groet,

Theo van den Berghe & Renco van Schie

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