

De risico's van een harde Brexit

De mogelijke uitkomsten van de Brexit-onderhandelingen zijn even talrijk als onzeker. In deze markupdate kijken we alvast vooruit op een aantal belangrijke sleutelmomenten en benoemen we enkele aandachtspunten voor de beleggingsportefeuille. Een harde Brexit, waarbij geen deal wordt bereikt vóór de deadline van 29 maart 2019, zal verreweg het meest ongunstig zijn. Dit leidt namelijk niet alleen tot veel onzekerheid voor de Britse economie, maar ook tot een 'cliff edge' scenario. En naarmate de tussentijdse deadlines verstrijken, groeit de onzekerheid over de mogelijke uitkomsten van de onderhandelingen.

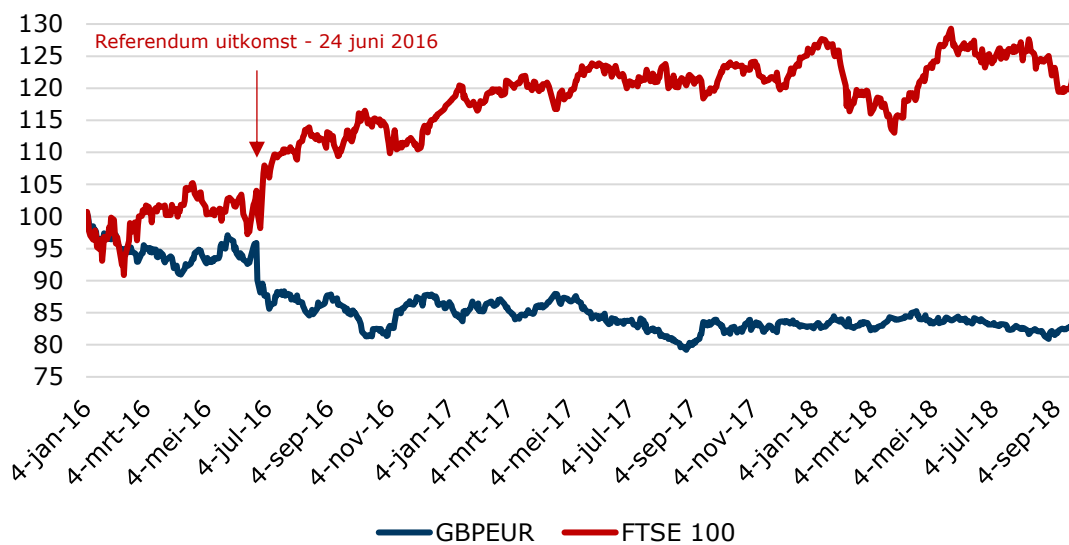
Op 19 en 20 september vond een informele ontmoeting plaats tussen Europese regeringsleiders. Daarnaast staan de komende periode de volgende belangrijke gebeurtenissen in de planning:

- Van 30 september tot 3 oktober komt de conservatieve partij bijeen, waarbij druk zal worden uitgeoefend op Theresa May om te laten zien dat ze de Brexit-onderhandelingen onder controle heeft. Ze zal ook uitleg moeten geven over haar strategie voor de volgende onderhandelingsfasen.
- Op 17 en 18 oktober vindt de EU-top plaats die geldt als voorlopige deadline om tot overeenstemming te komen.
- Indien nodig kan in november een extra bijeenkomst worden georganiseerd, maar de EU geeft aan deze mogelijkheid alleen te gebruiken als in oktober voldoende vooruitgang is geboekt.
- Op 13 en 14 december is de laatste EU-top van dit jaar. Een overeenkomst uitstellen tot het einde van het jaar betekent echter dat er mogelijk onvoldoende tijd is voor ratificatie door de individuele EU-landen.

Op de financiële markten uitte de risico's zich vooral in de waarde van de Britse pond. De koers van de pond laat sinds de uitkomst van het referendum een sterke samenhang zien met politieke ontwikkelingen. De pond werd sterker naarmate de kans op een zachte Brexit toenam en beduidend zwakker naarmate een harde Brexit waarschijnlijker werd. Dit was afgelopen vrijdag nog merkbaar, toen de EU in Salzburg duidelijk liet weten de Britse voorstellen onacceptabel te vinden. De pond liet toen een initiële waardedaling zien van ongeveer 1% ten opzichte van de euro.

Deze risico's zijn ook van invloed op andere markten, en dan met name op Britse aandelen en Brits vastgoed. Britse aandelen lopen echter minder risico omdat ze gedomineerd worden door de financiële-, olie- en gas-, en mijnsector en dus internationaler van aard zijn. Deze ondernemingen bepalen voor een groot deel de waarde van de FTSE 100. De opbrengsten en de waarde van deze bedrijven zijn veel minder afhankelijk van de Britse economie. Een zwakker Brits pond leidt doorgaans zelfs tot een waardestijging van deze bedrijven (uitgedrukt in Britse ponden) vanwege een sterkere concurrentiepositie.

Onderstaande figuur toont de ontwikkeling van de Britse pond (ten opzichte van de euro) en de FTSE 100. Hierin is te zien dat de Britse pond verzwakte en de FTSE 100 juist een positieve ontwikkeling liet zien. Dit effect (zwakkere Britse pond, stijgende FTSE 100) is het sterkst rond de uitkomst van het referendum. Het verband tussen beide reeksen is negatief. Dit kan worden verklaard door het grote aandeel van multinationals in de FTSE 100.



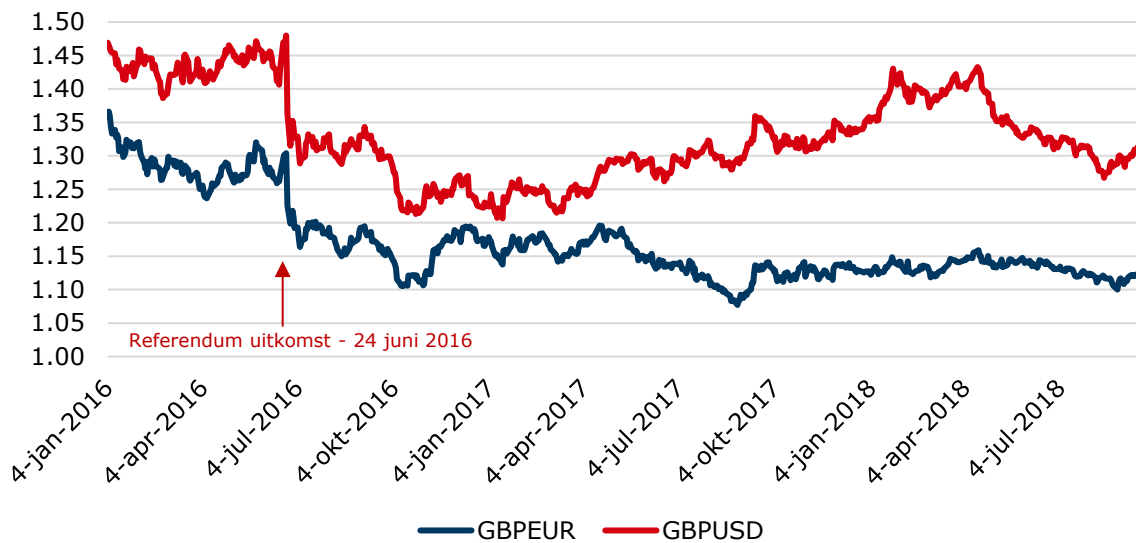
Bron: Bank of England & Londen Stock Exchange

De ondernemingen die naar alle waarschijnlijkheid het meest te lijden zullen hebben van een harde Brexit zijn de kleine en middelgrote bedrijven in sectoren die sterk afhankelijk zijn van de Britse economie, zoals de detailhandel en de bouwsector. Voor bedrijven die importeren en exporteren binnen de EU, maar niet groot genoeg zijn voor een eigen infrastructuur en vestigingen in de EU, zijn de operationele en economische risico's eveneens significant. Deze bedrijven zijn afhankelijk van de mogelijkheid om efficiënt handel te drijven met andere ondernemingen in de EU.

De prijzen van Brits vastgoed lopen ook risico in geval van een harde Brexit, met name omdat deze een vertraging van de Britse economie tot gevolg zal hebben. De Bank of England gaat uit van een waardedaling van 35% als worst-case scenario in de stresstesten die ze momenteel uitvoeren.

Waarde van de pond

Sinds de uitslag van het Brexit-referendum op 23 juni 2016 is de Britse pond aanzienlijk gedaald ten opzichte van de euro. Voorafgaand aan het referendum stond de pond nog op een koers van 1,30 ten opzichte van de euro. Op dit moment is de koers rond de 1,12 euro, wat een daling betekent van ongeveer 14%. Het afgelopen jaar was de pond overigens relatief stabiel, met een waarde die schommelde tussen de 1,10 en 1,15 euro.



Bron: Bank of England

Ondanks enige frictie tussen de Britse en Europese onderhandelingsteams was de stemming lange tijd hoopvol. De onderhandelingen leken vooruitgang te boeken en een harde Brexit leek in eerste instantie onwaarschijnlijk. Een dergelijke uitkomst wordt nog steeds niet verwacht, aangezien geen van beide partijen hier belang bij heeft. Er zijn echter wel verschillende potentiële ontwikkelingen om rekening mee te houden:

Negatieve scenario's

- 1) Veel leden van Theresa May's conservatieve partij lijken een harde Brexit niet te schuwen. Zij hebben er geen probleem mee om het dreigement om van de onderhandelingstafel weg te lopen als tactiek te gebruiken. Daarbij loopt May het risico dat de EU zich niets aantrekt van dit dreigement, waardoor ze enkel nog de keuze heeft om haar partij tevreden te houden met een Brexit zonder deal, of om de Britse economie te beschermen tegen een harde Brexit en daarbij haar leiderschapspositie in gevaar te brengen. Theresa May's eigen kaders op het gebied van immigratiecontrole, wetten, handelsovereenkomsten en de Ierse grens bemoeilijken een deal met de EU nog verder: ze zal in eigen land politiek zwak lijken als ze op dit gebied compromissen sluit.
- 2) Het Britse parlement heeft stemrecht op iedere mogelijke deal die ze sluit met de EU. Het risico dat het parlement de deal afwijst is aanzienlijk: de Labourpartij en de anti-Brexit conservatieven kunnen het argument gebruiken dat de deal de Britse economie onvoldoende beschermt, en de pro-Brexit conservatieven kunnen het argument gebruiken dat er nog te veel banden zijn met de EU.
- 3) Een ander voorstel in de politieke discussie is om het besluit opnieuw bij het volk te leggen, door het organiseren van parlementsverkiezingen of door een tweede referendum. Beide opties leiden tot onzekerheid, wat mogelijk een verdere daling van de pond tot gevolg heeft.
- 4) De tijd om tot overeenstemming te komen is bijna verstreken en de EU verliest merkbaar haar geduld met de onderhandelingsstactieken van de Britten. Als Groot-Brittannië op korte termijn geen verdere compromissen sluit, dan kan dit tot een minder positieve uitkomst leiden.

Deze negatieve scenario's kunnen de waarde van de pond in verschillende mate nadelig beïnvloeden:

- Als de Britse regering aanstuurt op een vrijhandelsovereenkomst (zoals tussen Canada en de EU), dan kan dit de onderhandelingen openbreken, maar de lossere banden met de EU kunnen ook de risico's voor de Britse economie vergroten.

-
- Als het parlement iedere deal afwijst, dan veroorzaakt dit onzekerheid op de korte termijn, wat de pond verder onder druk zet.
 - Een tweede referendum of parlamentsverkiezingen zullen beide een teken zijn dat de positie van de Britse regering verder is verzwakt. De uitkomsten zullen dus naar alle waarschijnlijkheid eveneens een negatief effect hebben op de pond, waarbij de mate waarin kan verschillen.
 - Een harde Brexit zonder deal is hoe dan ook veel ongunstiger dan bovenstaande scenario's. Bij een harde Brexit loopt de pond het risico om significant in waarde te dalen (meer dan 10%) ten opzichte van de euro. We verwachten dat dit tevens een nadelig effect heeft op de waarde van de euro ten opzichte van de dollar, aangezien ook de Europese economie risico loopt.

Positieve scenario's

De mogelijke positieve scenario's voor de pond zijn beperkt:

- 1) Een ordelijke Brexit met een deal die de nauwe band tussen Groot-Brittannië en de EU in stand houdt, en die een transitieperiode voor de Britten inluidt (die naar verwachting tot eind 2020 zal duren), zou positief zijn maar lijkt minder waarschijnlijk dan eerst. Het is bovendien onwaarschijnlijk dat een dergelijke uitkomst de pond veel sterker zal maken, voor zover dit überhaupt een positief effect heeft; het zal de pond in elk geval niet terugbrengen op het niveau van voor het Brexit-referendum.
- 2) Een verzoek van Groot-Brittannië om de artikel 50 periode te verlengen tot na 29 maart 2019 zal op korte termijn voor verlichting zorgen. De onzekerheid zal hierdoor echter alleen maar langer duren en er is geen reden om aan te nemen dat deze verlenging op zichzelf tot een sterkere pond leidt. Bovendien zullen alle EU-lidstaten moeten instemmen met dit verzoek.
- 3) Een besluit om de uitkomst van het referendum terug te draaien, waarschijnlijk via een tweede referendum, zal het meest positieve scenario zijn voor de pond. De onzekerheid wordt dan weggenomen en de status quo hersteld. Een dergelijke uitkomst is op dit moment echter hoogst onwaarschijnlijk. De Labourpartij houdt de mogelijkheid weliswaar open maar geeft daarbij niet duidelijk aan of in de EU blijven een optie zal zijn waarop gestemd kan worden. Bovendien zou de weg hiernaartoe de positie van de Britse regering verder verzwakken, wat op korte termijn eerder een nadelig effect zal hebben op de pond.

Onze visie

In zijn algemeenheid vinden we dat de portefeuilles van onze klanten goed gepositioneerd zijn voor ontwikkelingen rondom de Brexit. Hierbij speelt mee dat er binnen Groot-Brittannië vooral in large-cap aandelen wordt belegd. Hieronder vallen veel multinationals die niet heel erg afhankelijk zijn van de lokale Britse economie. Het valutarisico van een eventuele belegging in Brits vastgoed en ook vastrentende waarden is volledig afgedekt. In het scenario van een harde Brexit zal de Amerikaanse dollar waarschijnlijk in waarde stijgen, omdat deze als vluchtvaluta wordt gezien door beleggers. Hiervan kan geprofiteerd worden wanneer de Amerikaanse dollar niet volledig is afgedekt.

Gezien het ongelijke risico van de positieve en negatieve scenario's die zich beginnen af te tekenen, en het toenemende politieke risico dat er geen deal wordt gesloten voor het aflopen van de artikel 50 periode, is het belangrijk dat het pond afdekkingsniveau van aandelen past bij de ontwikkelingen. Een passend afdekkingsniveau is volgens ons minimaal 50%. Het rendement op Britse aandelen is uiteindelijk afhankelijk van de mate waarin aandelen in Britse pond stijgen als gevolg van een daling van de pond. Een positief effect van de koersen in ponden is waarschijnlijk, zodat het risico op Britse aandelen omgerekend in euro's acceptabel is bij een afdekking van 50% of hoger.

Een Brexit kan ook andere negatieve effecten in de portefeuille hebben zoals het uitlopen van kredietopslagen in vastrentende waarden en koersrisico van Europese aandelen. Deze risico's zijn minder eenvoudig te voorspellen en veel moeilijker om op eenvoudige en goedkope wijze af te dekken. Een

hogere afdekking van het pond dan 50% kan dan ook helpen de gehele beleggingsportefeuille in grotere mate te beschermen tegen de risico's van een harde Brexit. Hier geldt wel dat het niet eenvoudig is om de precieze omvang van resterende risico's in de portefeuille te bepalen en de gekozen afdekking binnen aandelen daar precies mee te laten corresponderen.

Zoals hierboven uitgelegd, leidt een zwakkere pond niet per se tot een slechtere performance van Britse aandelen in euro, gezien de internationale exposure van de Britse aandelenmarkt. Britse aandelen zijn op dit moment bovendien relatief aantrekkelijk geprijsd in vergelijking met andere markten. We zijn dan ook niet zonder meer voorstander van een verkoop van Britse aandelen, anders dan dat het een onderdeel kan zijn van een breder besluit om het risico van de beleggingsportefeuille te verminderen, bijvoorbeeld vanwege een wereldwijde verzwakking van de economie.

Met name het wegvallen van de hoge winstgroei cijfers van Amerikaanse ondernemingen door de fiscale stimulans in combinatie met doorgaande renteverhogingen door de Federal Reserve zijn relevant voor het komende jaar. Door de hoge waarderingen in financiële markten zijn goede groeivoorzichten en het sentiment van belang om koersen te ondersteunen. Een onverwacht harde Brexit vormt een risico voor de reeds lange periode van wereldwijde economische groei.

Voor beleggingen in Brits vastgoed is er sprake van een geconcentreerd risico, maar het is geen beleggingscategorie waarin gemakkelijk gehandeld kan worden op basis van risico-inschattingen voor de korte termijn. Het is volgens ons dan ook niet raadzaam om deze allocatie op korte termijn aan te passen.

De totale exposure naar beleggingen die direct beïnvloed kunnen worden door Brexit is relevant voor de afweging in welke mate risico's moeten worden afgedekt, aangezien het risico op portefeuilleniveau rekening houdend met de afdekking van de pond relatief klein kan zijn. De afdekking van het Britse pond is de meeste directe weg om de risico's van een harde Brexit te mitigeren. Desgewenst kunnen we advies geven over de implementatie van een hogere afdekking van de pond.

Bijlage – Brexit tijdlijn

