



## BREXIT: DE REIS EN DE BESTEMMING

*De uittreding van het VK uit de Europese Unie (EU) voltrekt zich in een klimaat dat wordt beheerst door Covid-19 en grootschalig stimuleringsbeleid: we gaan hier nader in op wat dit voor de korte en langere termijn voor de markten betekent.*

### WAT U MOET WETEN

- De brexit is eerder een proces dan een eenmalige gebeurtenis die onverwacht plaatsvindt. Omdat een groot deel van de mogelijke impact al in de koersen is verdisconteerd, denken we niet dat de gevolgen voor het beleggersvertrouwen en de financiële omstandigheden erg groot zullen zijn.
- Hoewel enige kortetermijnverstoring onvermijdelijk is, is ons standpunt dat de virusuitbraak voor de Britse regering en de Bank of England als een reden voor aanhoudende beleidsondersteuning wordt beschouwd. Dit zou ook een dempend effect op de eventuele gevolgen van een brexit hebben.
- Een beperkte overeenkomst ('skinny deal') zou geen grote impact op de markten moeten hebben. Bij een no-deal scenario is het mogelijk dat de rente op staatsobligaties tot dicht bij de nul zal dalen, dat de koers van het Britse pond daalt tot een euro en dat lokale Britse aandelen slechter presteren dan meer internationale.

### ONZE INSCHATTING VAN HET POLITIEKE RISICO

Politieke risico's hebben vaak een bijzonder grote impact op markten wanneer het een eenmalige, doorslaggevende gebeurtenis betreft waardoor de financiële omstandigheden verkrappen en de kredietverlening bevriest waardoor de economie in een recessie belandt. Voorbeelden hiervan zijn het Griekse referendum over financiële hulp in ruil voor ingrijpende bezuinigingen en verkiezingen die expliciet of impliciet over het lidmaatschap van de eurozone gingen, zoals de Franse verkiezingen van Macron tegen Le Pen en de Italiaanse verkiezingen toen anti-Europese partijen op veel steun konden rekenen.

Bij de brexit is dit anders. Het gaat hier namelijk niet om een eenmalige gebeurtenis, maar om een proces; een reeks in potentie kleine negatieve gebeurtenissen die, wanneer ze over langere tijd bij elkaar worden opgeteld, mogelijk aanleiding zijn voor een grotere negatieve gebeurtenis voor de Britse economie ten opzichte van een scenario waarin er geen brexit zou plaatsvinden. Maar de impact van elke individuele gebeurtenis is vrij beperkt. En bij deze effecten wordt ervan uitgegaan dat er geen andere beleidswijzigingen plaatsvinden (behalve de brexit zelf).

Wanneer we dus verder kijken dan de waarschijnlijke aanpassingsperiode, hoeft er niet noodzakelijkerwijs sprake te zijn van een negatieve impact. Hoewel enige kortetermijnverstoring van de handels- en valutastromen waarschijnlijk is naarmate de onzekerheid toeneemt, verwachten we voor de langere termijn dat de handelsrelaties van het VK met de EU en de rest van de wereld zich verder ontwikkelen. De structuur van de binnenlandse economie zou zich moeten aanpassen, inclusief Londen als financieel centrum, dat voorlopig nog geen serieuze concurrent kent binnen de Europese tijdzone. De omvang van de totale impact over meerdere jaren blijft dus grotendeels een open vraag.

**Auteurs:**

**Antonucci Daniele**

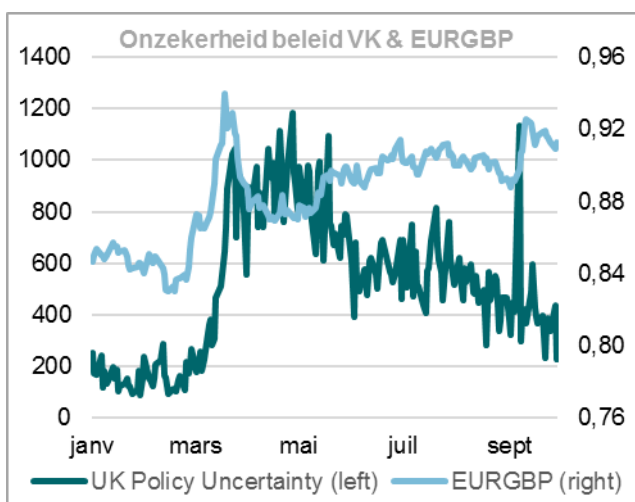
Chief Economist & Macro Strategist

**Bill Street**

Group Chief Investment Officer



**TOENEMENDE ONZEKERHEID EN EEN ZWAK GBP  
GAAN HAND IN HAND**



Bron: Quintet, Bloomberg, [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com)

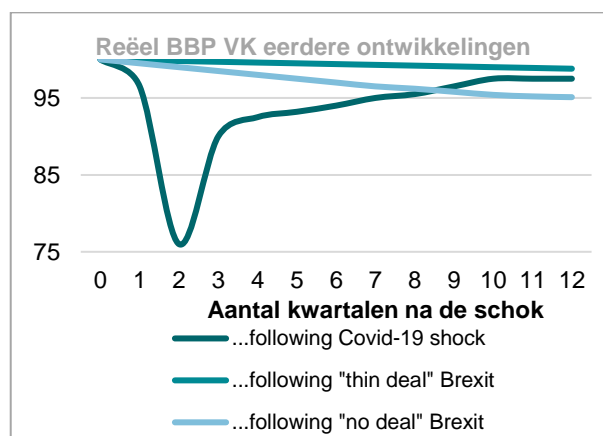
**VERTREK UIT DE EU TE MIDDEN VAN  
COVID-19 EN STIMULERINGSBELEID**

De brexit vindt plaats terwijl er sprake is van twee zeer belangrijke ontwikkelingen. In de eerste plaats de enorme schok voor de reële economie en de financiële markten die door Covid-19 is veroorzaakt. In de tweede plaats de enorme omvang van de meest omvattende stimuleringsmaatregelen van centrale banken en overheden ooit. Sommige marktdeelnemers beschouwen de virusuitbraak en de uittreding van het VK uit de EU als twee schokken die elkaar wederzijds versterken. Een tegenargument van ons is dat, als er al een goed moment voor een brexit zou zijn, dit nu is, omdat zowel de overheid als de centrale bank forse stimuleringsmaatregelen nemen.

Covid-19 heeft vooral in het begin van het jaar voor een enorme verstoring van de reële economie en de financiële markten gezorgd. Hoewel het moeilijk is om beide verschijnselen los van elkaar te zien, denken we dat de impact van de virusuitbraak in de volgende kwartalen, samen met de inperkingsmaatregelen waarschijnlijk een veel groter effect gaan hebben dan een brexit; deal of geen deal. Waar de lockdown ten gevolge van Covid-19 in slechts één maand een deuk van 20% in het bbp heeft geslagen, zou een brexit misschien tot een daling van 1%

op jaarbasis leiden. In vergelijking met 2020 zal het voor het VK niet erg moeilijk zijn om in 2021 fors op te veren.

**COVID-19 IS EEN VEEL GROTERE ONMIDDELLIJKE  
SCHOK DAN DE BREXIT**

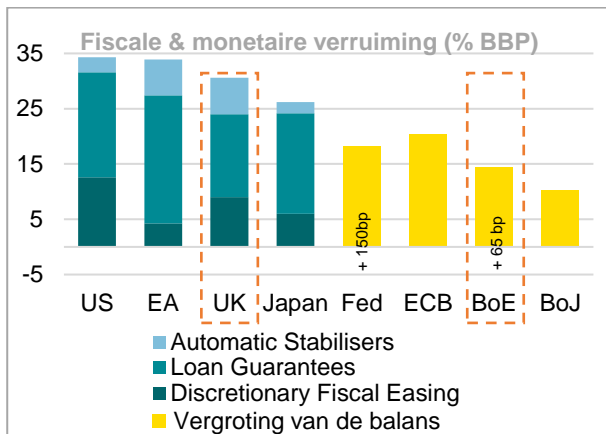


Bron: Quintet, Bank of England

Omvangrijke beleidsimpulsen, zowel rechtstreeks als via devaluatie, zullen op eventuele korte termijneffecten waarschijnlijk een grote dempende werking hebben. De extra overheidsuitgaven, de automatische stabilisatoren en de kredietgaranties vertegenwoordigen volgens onze schatting een bedrag gelijk aan 30% van het Britse bbp. Daarnaast heeft de Bank of England de financiële omstandigheden aanzienlijk verruimd door renteverlagingen en het uitbreiden van haar balans door het aankopen van obligaties. Nu de centrale bank de financieringskosten op het laagst mogelijke niveau houdt, zal de overheid naar verwachting fors gaan lenen en uitgeven.



**STIMULERINGSMAATREGELEN OM AFNEMENDE GROEI TE BEPERKEN**



Bron: Quintet, nationale overheden & centrale banken

**WAT KUNNEN WE VERWACHTEN? EEN BEPERKTE DEAL TOV GEEN DEAL**

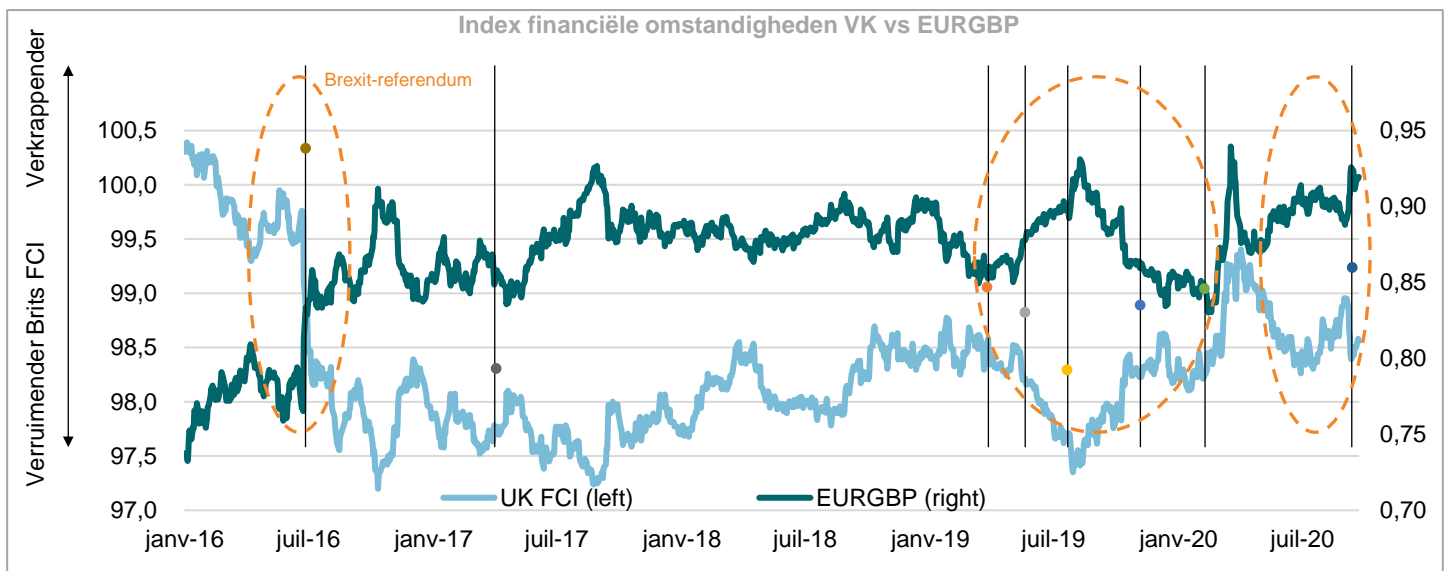
Het brexitproces sleept zich inmiddels vier jaar voort. Het is moeilijk voor te stellen dat de markten zo zelfgenoegzaam zijn dat ze verrast zullen zijn wanneer er geen volledige overeenkomst wordt afgesloten. Het is waarschijnlijker dat ze een beperkte deal verwachten met weinig details of een onbesliste no-deal, die in de loop der tijd verder kan worden uitgewerkt.

Dit betekent dat een vertrouwensschok inmiddels niet meer waarschijnlijk is, nu de risico's van deze scenario's in ieder geval gedeeltelijk zijn ingeprijsd.

Er was recent sprake van enige relatief bemoedigende tekenen dat er vooruitgang zit in de onderhandelingen. Onze verwachting is dat het waarschijnlijker is dat er, wellicht op het allerlaatste moment, een overeenkomst wordt gesloten, dan dat niet gebeurt. Maar het zou ons niet verbazen als deze complexe onderhandelingen mislukken, of dat ze niet binnen de afgesproken tijd worden afgerond. Relatief harde kansen aangeven zou dwaasheid zijn, maar iets meer dan de helft, niet letterlijk op te vatten als 55%, lijkt redelijk. We beschouwen twee scenario's :

- Een beperkte deal leidt gedurende enige tijd tot duurdere importen en grensverstoringen, afwijkende wet- en regelgeving en weinig regels met betrekking tot dienstverlening. Bij een dergelijk scenario zou het Britse bbp het volgend jaar tegen de 5% moeten groeien, maar hoofdzakelijk ten gevolge van de opleving ten opzichte van de diepe recessie van dit jaar. The Bank of England zou de beleidsrente ongewijzigd op 0,10% houden.

**FINANCIËLE OMSTANDIGHEDEN VERRUIMEN VOORAL DOOR DEVALUATIE**



Bron: Quintet, Bloomberg



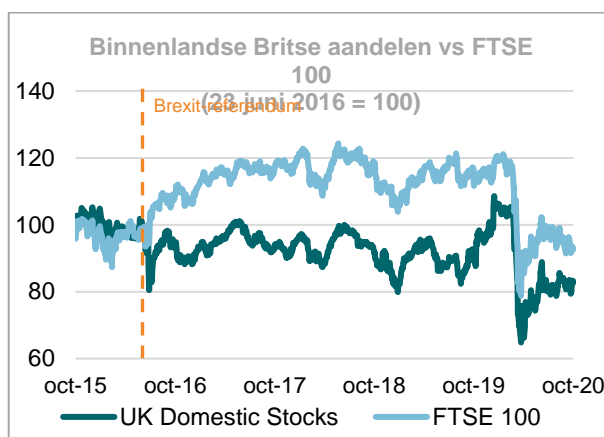
- Een no-deal scenario zou betekenen dat het VK en de EU invoerrechten gaan heffen. In dit scenario is de verwachting dat de rente op Britse 10-jaarsobligaties, in anticipatie op verlagingen van de officiële rentetarieven, in eerste instantie tot tegen de nul zal dalen, en mogelijk zelfs negatief wordt. De Bank of England zal op haar vergadering van 5 november de groeivoorzichten waarschijnlijk neerwaarts bijstellen, de officiële rente tot 0% verlagen en meteen of iets later een nieuw opkoopprogramma ter waarde van GBP 100 miljard aankondigen.

## VALUTA'S EN BRITSE AANDELEN BELANGRIJKSTE SWINGMARKTEN

De risicopremie op Britse beleggingen zou bij een no-deal moeten stijgen. Aangezien de rentes al erg laag zijn, denken we dat devaluatie een van de belangrijkste instrumenten is om de financiële omstandigheden verder te verruimen. Het GBP zou kwetsbaar zijn en kan mogelijk pariteit bereiken met de euro, met name wanneer de markten de kans op een relatief chaotische brexit groter achten. Een deal, hoe beperkt ook, zal waarschijnlijk geen grote impact op de wisselkoers hebben.

Voorals Britse binnenlandse aandelen zouden door een no-deal getroffen worden, omdat ze gevoelig zijn voor de negatieve effecten van onzekerheden op de groei. Grote Britse bedrijven zijn over het algemeen multinationals. Bedrijven die aan de FTSE 100 zijn genoteerd genereren slechts een kwart van hun totale omzet in het VK. Bij een aanhoudend zwakker pond is de verwachting dat de FTSE 100 beter zal presteren dan de meer binnenlandse FTSE 250. Dit was ook direct na het brexitreferendum het geval. Britse binnenlandse aandelen – aandelen van bedrijven die een groot deel van hun omzet in het VK genereren – zullen mogelijk verder achterop raken en gedurende langere tijd, wat een herhaling zou zijn van wat er na het brexitreferendum van 2016 is gebeurd.

### BINNENLANDSE BRITSE AANDELEN IN DE FTSE 100 DIE BIJ EEN NO-DEAL ONDERPRESTEREN



Bron: Quintet, FactSet

Voor de duidelijkheid, het verschil tussen een deal en een no-deal is niet zo groot als meteen nadat het VK in 2016 had besloten de EU te verlaten en vlak voor de oorspronkelijke brexit-deadline van 29 maart 2019. Dat komt deels doordat deze brexit het verlaten van de EU-markt en de douane-unie relatief "hard" maakt. Maar het komt ook doordat in de terugtrekkingsovereenkomst de voorwaarden voor de scheiding zijn vastgesteld; zowel het VK als de EU hebben enige vooruitgang geboekt bij het toekennen van gelijke behandeling van de financiële dienstverlening. Ook heeft het VK inmiddels delen van handelsovereenkomsten van de EU met niet-EU-landen overgenomen. Wat echter vaak over het hoofd wordt gezien is dat er een groot aantal soorten no-deals zijn. Wat door de financiële markten niet is ingeprijsd, is de mogelijkheid dat het tussen het VK en de EU tot een "vechtscheiding" komt.





## COVID-19 WATCH

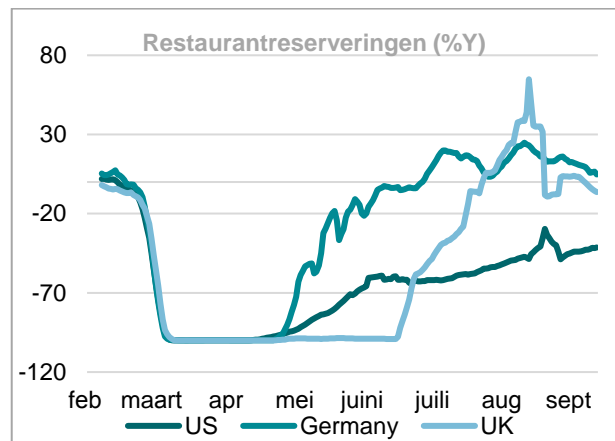
Wereldwijd zijn er nu meer dan 35 miljoen gevallen van Covid-19 geconstateerd; zeven dagen eerder was dit nog ongeveer 33 miljoen.

Nu het virus zich in Europa weer verder verspreid en het in de VS nog niet onder controle is, verwachten we dat het economisch herstel zal vertragen; zowel in absoluut opzicht als ten opzichte van de verwachtingen. Wij zijn al sinds het begin uitgegaan van een gedeeltelijk herstel. Een sterk herstel van een economie die door een volledige lockdown tot stilstand is gekomen is één ding, maar gedurende langere tijd doorgroeien in dat tempo wanneer de activiteiten weer aantrekken, is een ander.

Wat echter nieuw is, is dat de meest recente maatregelen om de verspreiding van Covid-19 tegen te gaan de economische activiteit vertragen. Zo blijkt uit realtimegegevens van restaurantreserveringen in Duitsland en het VK een verlies aan momentum, en dat er in de VS überhaupt weinig sprake is van momentum in dit specifieke segment. Een cross-check van deze gegevens met andere hoogfrequente en realtime indicatoren bevestigt dat sommige dienstensectoren aan het vertragen zijn – volgens ons tijdelijk –, terwijl de maakindustrie relatief robuust blijft.

Het goede nieuws is dat de vertraging tot nog toe relatief beperkt is, wat mogelijk een weerspiegeling is van de verschillen in demografische samenstelling van de tweede golf, die nu vooral jongere groepen met meer weerstand treft. Meer kwetsbare delen van de bevolking daarentegen lijken dit keer minder zwaar getroffen te worden. Onze verwachting is dat er in het vierde kwartaal sprake is van positieve economische groei, maar niet zo sterk als onze voorspelde opleving in het derde kwartaal.

## BIG DATA WIJZEN OP LAAG MOMENTUM IN DE VS EN EEN VERTRAGING IN EUROPA



Bron: Open Table "The State of Restaurant Industry" database (online-, telefonische en walk-in reserveringen, zevendaags voortschrijdend gemiddelde)

Wij denken dat de economische activiteit ergens in het vierde kwartaal een knauw zal krijgen, doordat de inperkingsmaatregelen om de verspreiding van Covid-19 tegen te gaan de activiteit in de dienstensector afremmen, en de toenemende onzekerheid – deels politiek – het sentiment en de uitgaven beïnvloedt. Onze verwachting is echter nog steeds dat de economische groei over de hele lijn gedurende meerdere kwartalen zal aantrekken. Dit betekent dat de economie geleidelijk minder afhankelijk gaat worden van ondersteuning uit de publieke sector en meer autonoom zal groeien, waarbij de consumentenuitgaven en de bedrijfsinvesteringen een grotere rol zullen spelen.



Dit document is opgesteld door Quintet Private Bank (Europe) S.A. De uitspraken en opvattingen in dit document - gebaseerd op informatie uit betrouwbaar geachte bronnen - zijn die van Quintet Private Bank op de publicatiedatum (5 oktober 2020) en kunnen veranderen. De informatie in dit document is van algemene aard en vormt geen juridisch, boekhoudkundig, fiscaal of beleggingsadvies. Beleggers moeten zich ervan bewust zijn dat in het verleden behaalde resultaten geen indicatie vormen voor toekomstige resultaten en dat de waarde van beleggingen kan dalen of stijgen. Veranderingen in de wisselkoersverhoudingen kunnen er ook toe leiden dat de waarde van de onderliggende beleggingen stijgt of daalt. Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2020. Alle rechten voorbehouden.