



Over brexit, banken en buitenkansjes

June 14, 2016



Wat zal het worden: gaan of blijven? Dat is de vraag die Britse kiezers op 23 juli zullen beantwoorden. Dan beslissen ze namelijk of hun land lid blijft van de Europese Unie, of zijn eigen weg inslaat. Philippe Brugere-Trelat, portefeuillebeheerder, Franklin Mutual Series, geeft zijn visie op de vraag of er al dan niet een brexit komt en de potentiële gevolgen daarvan voor Britse bedrijven. Ook geeft hij een overzicht van het economische klimaat elders in Europa, en dan vooral bij de onder vuur liggende banken van de regio.

Dat het Verenigd Koninkrijk mogelijk uit de Europese Unie (EU) stapt, de zogenaamde 'brexit', is een risico en een reden tot bezorgdheid, maar op dit moment denk ik dat het referendum van 23 juni waarschijnlijk hetzelfde resultaat behaalt als dat uit 2014 over de Schotse onafhankelijkheid: in het stemhokje zullen de mensen vast tot bezinning komen en beslissen om het status quo te handhaven. Volgens mij wint het kamp van de blijvers, mogelijk wel met een geringe marge.

Bij mijn voorspelling hoort echter wel één heel belangrijk voorbehoud: als er tussen nu en de dag van het referendum op Brits grondgebied een destabiliserende gebeurtenis zoals een terroristische aanslag plaatsvindt, dan slik ik mijn woorden weer in. Bij een dergelijk tragisch voorval zou het 'leave'-kamp wel eens een ruime overwinning kunnen behalen. Britse kiezers kunnen een terroristische aanslag beschouwen als een aanval op hun soevereiniteit.

Als Britse kiezers besluiten om uit de EU te stappen, heeft dat volgens mij op korte termijn twee gevolgen: allereerst denk ik dat de kwestie van de Schotse onafhankelijkheid dan weer op de voorgrond treedt, en dat we binnen afzienbare tijd getuige zouden kunnen zijn van de afscheiding van Schotland van het Verenigd Koninkrijk. Veel Schotten zijn immers voorstander van een land dat onafhankelijk is van het Verenigd Koninkrijk, maar wel nog steeds lid van de EU. Als kiezers het referendum op 23 juni goedkeuren, dan heeft Schotland geen van beide.

Ten tweede kan de onzekerheid in de nasleep van een stem vóór afscheiding naar ons oordeel tot gevolg hebben dat de waarde van het Britse pond met wel 10-15% daalt. Dit is aanzienlijk en het zal wellicht een invloed hebben op de Britse economie en op de bedrijven die er actief zijn.

Op de langere termijn zou een onafhankelijke Britse regering wellicht opnieuw moeten onderhandelen over 82.000 bladzijden aan verdragen. Dat zou een bijzonder tijdrovend proces zijn dat jaren zou kunnen vergen en waarvan niemand de mogelijke uitkomst kent. Ik ben wel van mening dat de EU-autoriteiten die nieuwe onderhandelingen niet eenvoudig zullen maken omdat ze niet willen dat andere scheidingsgezinde lidstaten denken dat het eenvoudig is om de EU-familie te verlaten.

Een potentiële brexit is voor ons een thema waar wij al enkele maanden intensief mee bezig zijn, en wij hebben bij de analyse van al onze Britse beleggingen met die mogelijkheid rekening gehouden. Toch hebben we onze visie op onze Britse posities niet helemaal veranderd. We hebben onze koers wat bijgesteld door nauwe contacten te onderhouden met het management van de bedrijven en hen gevraagd hoe zij bij een brexit zouden reageren.

Britse bedrijven die het grootste deel van hun activiteiten in het Verenigd Koninkrijk uitvoeren, vooral banken en bouwbedrijven, zouden het volgens ons moeilijk krijgen bij een waardedaling van het pond. Waarom? Het grootste deel van hun winst wordt immers gegenereerd door hun Britse activiteiten, en in geval van een brexit wordt verwacht dat de Britse economie trager zal groeien, voornamelijk omdat het land dan geconfronteerd wordt met een lager bedrijfsvertrouwen, minder investeringsuitgaven en minder buitenlandse investeringen.

In het VK gevestigde bedrijven die voornamelijk buiten hun thuisland actief zijn, zouden volgens ons dan weer profiteren van een goedkopere munt. Een grote oliemaatschappij in onze portefeuille genereert haar winsten bijvoorbeeld in dollar, terwijl haar Britse activiteiten hoofdzakelijk bestaan uit het hoofdkantoor. Een ander bedrijf met aanzienlijke activiteiten buiten de thuisbasis is een grote farmaceutische onderneming. Die zal ook profiteren van een waardedaling van de Britse valuta omdat de winsten die buiten het VK worden gegenereerd wellicht meer waard zouden zijn wanneer ze weer worden omgerekend naar pond.

Sleutels voor het herstel

Eventuele implicaties van een mogelijke brexit terzijde, heeft de eurozone dit jaar vooralsnog een bescheiden herstel laten zien. De solide consumentenuitgaven waren de belangrijkste bepalende factor voor de groei, en worden ook weerspiegeld in het hoge consumentenvertrouwen. Het was enigszins een verrassing, maar het bruto binnenlands product van de eurozone is tijdens het eerste kwartaal van 2016 met 0,6% gestegen, wat op jaarbasis overeenkomt met 2,4%. Ik geloof niet per se dat de economie van de eurozone in 2016 een groei van 2,4% zal halen, maar het voorbeeld illustreert wel de reële groei in de regio.

Hogere investeringsuitgaven (capex) zijn volgens mij essentieel om de groei in de eurozone te bevorderen. Hoewel we een aantal tekenen van verbetering hebben gezien, tekent zich voorlopig nog geen duurzame trend af. In tegenstelling tot bedrijven in de Verenigde Staten zijn Europese bedrijven voor de financiering van hun groei afhankelijker van banken dan van de kapitaalmarkten. Voor hogere investeringsuitgaven is het cruciaal dat banken leningen kunnen verstrekken. Veel Europese banken, vooral in Italië, worden nog steeds belemmerd door het grote aantal slechte leningen op hun balans, waardoor de banken gehinderd worden in hun vermogen om opnieuw krediet te verstrekken.

Om banken te helpen hun kredietverleningsactiviteiten weer van de grond te krijgen, heeft de Europese Centrale Bank (ECB) een tweede ronde van gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (LTRO) geïntroduceerd. Dankzij dit programma, dat in juni van start gaat, zullen banken tot 30% van hun kredietverlening zonder hypotheek aan bedrijven en gezinnen kunnen herfinancieren tegen een kostprijs van min 40 basispunten (-0,4%). Dat betekent dat banken in wezen zullen worden betaald om geld te lenen van de ECB om dat vervolgens aan hun klanten te lenen.

Banken hadden geen baat bij de recente maatregelen van het ECB-beleid, zoals het huidige negatieverenteklimaat, dat schadelijk was voor de nettorentemarge van banken en dus hun winstgevendheid. CEO's van Europese banken hebben ons verteld dat ze gedurende een korte periode het hoofd kunnen bieden aan negatieve rentevoeten, maar als de rente 18 maanden of langer negatief blijft, dan heeft dit waarschijnlijk schadelijke gevolgen voor de winsten van banken.

Waar is er nog waarde?

Gezien de onzekerheid over Europese banken is het geen verrassing dat de volatiliteit die we dit jaar op de aandelenmarkten hebben waargenomen vooral bij de banken het grootst was. Daardoor worden ze volgens ons wel verhandeld tegen extreem aantrekkelijke waarderingen. Wij zien kansen in de financiële sector, en op dit moment verkiezen wij verzekeringsmaatschappijen boven banken, voornamelijk omdat verzekeraars volgens ons over betere kapitaalratio's beschikken. Ook zijn wij van oordeel dat zij over solidere systemen voor risicobeheer beschikken en dat zij een langere staat van dienst kunnen voorleggen. Bovendien hebben veel verzekeraars niet-kernactiva die stilaan te gelde worden gemaakt, of waarvoor de mogelijkheid in ieder geval bestaat.

In het huidige klimaat van tragere groei gaat onze voorkeur uit naar Europese bedrijven die volgens ons wellicht zullen profiteren van het regionale herstel, ook al is dat slechts bescheiden. Wij hebben ons dan ook toegelegd op wat wij beschouwen als uiterst conjunctuurgevoelige sectoren: detailhandel, ontspanning, automobiel, auto-onderdelen en telecommunicatie.

Wanneer wij zeggen dat we in een bepaalde sector waarde vaststellen, dan betekent dat niet noodzakelijk dat wij belangstelling hebben voor elk bedrijf in die sector. Wij doen aan aandelenselectie: wij zijn beleggers die op basis van een bottom-upbenadering bedrijven selecteren die worden verhandeld tegen marktprijzen onder onze beoordeling van hun intrinsieke waarde.

De verklaringen, meningen en analyses vertegenwoordigen het persoonlijke standpunt van de beleggingsbeheerder. Zij zijn enkel bedoeld ter algemene informatie en mogen niet worden beschouwd als individueel beleggingsadvies of als een aanbeveling of verzoek om enig effect te kopen, te verkopen of te houden, of enige beleggingsstrategie te volgen. Ze vormen geen juridisch of fiscaal advies. De informatie in dit document wordt verstrekt per de publicatiedatum en kan zonder kennisgeving veranderen, en is niet bedoeld als een volledige analyse van elk belangrijk feit over een land, regio, markt of belegging.

Er kunnen bij de opstelling van dit document gegevens van externe bronnen zijn gebruikt die niet onafhankelijk door Franklin Templeton Investments ('FTI') zijn gecontroleerd of bevestigd. FTI aanvaardt geen aansprakelijkheid voor verliezen die voortvloeien uit het gebruik van deze informatie, en de gebruiker dient zelf te bepalen in welke mate hij wil vertrouwen op deze verklaringen, meningen en analyses. Producten, diensten en informatie zijn mogelijk niet in alle rechtsgebieden beschikbaar en worden alleen door andere gelieerde ondernemingen van FTI en/of hun distributeurs aangeboden als dat door de lokale wet- en regelgeving wordt toegestaan. Gelieve uw eigen beleggingsadviseur te raadplegen voor nadere informatie over de beschikbaarheid van producten en diensten in uw rechtsgebied.

U kunt meer vooruitzichten van Franklin Templeton Investments in uw inbox ontvangen. Schrijf in op de blog [Beyond Bulls & Bears](#).

Voor tijdige beleggingstips kunt u ons volgen op Twitter [@FTI_Global](#) en op LinkedIn.

Wat zijn de risico's?

Alle beleggingen gaan met risico's gepaard, waaronder een mogelijk verlies van het ingelegde kapitaal. De waarde van beleggingen kan zowel dalen als stijgen en beleggers krijgen mogelijk niet het volledige ingelegde bedrag terug. Aandelenkoersen vertonen soms snelle en scherpe schommelingen als gevolg van factoren die een invloed hebben op individuele bedrijven, specifieke sectoren of bedrijfstakken, of op de algemene marktomstandigheden. De koers van waarde aandelen stijgt mogelijk niet zoals verwacht, of kan verder dalen. Beleggingen in het buitenland houden speciale risico's in, zoals wisselkoersschommelingen, een onstabiel economisch klimaat en politieke ontwikkelingen.